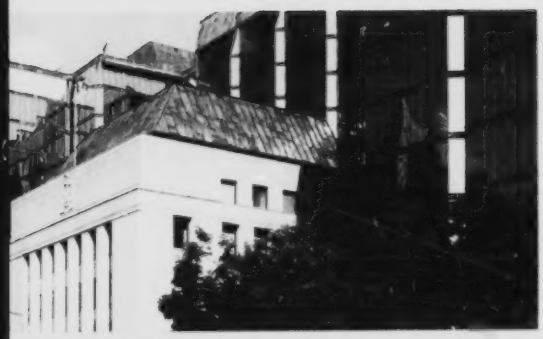
BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

April 2007



www.bankofcanada.ca

Canada's Inflation-Control Strategy*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight prespecified dates during the year.

- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a *core* measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target," Press Release (23 November 2006) and Background Information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2007 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and Tiff Macklem.

By the early 1990s, the Bank decided to achieve price stability by directly targeting inflation. That inflation-targeting system worked so well that it has been renewed four times, most recently near the end of last year. This means that we will continue with our goal of holding inflation to 2 per cent . . . over the coming five years.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
8 March 2007

2007-05244/

Contents

1. Overview 5

2. Recent Developments in Inflation 7

Inflation and the 2 per cent target 7
Factors at work on inflation 9
Aggregate demand 9
Aggregate supply 12
Estimated pressures on capacity 13
Commodity and output prices and the terms of trade 15

3. Financial Developments 18

Policy interest rates and exchange rates 18
Credit conditions and other financial developments 20

4. The Outlook 23

International background 23
Aggregate demand and supply in Canada 26
The outlook for inflation 28
Risks to the outlook 32

Technical Boxes

1. Developments in the U.S. Housing Market and Their Implications for Canada 11
2. Total Home Equity Borrowing in Canada 21
3. Estimates of Trend Labour Input 30

1. Overview

Growth in the Canadian economy has been essentially in line with the expectations set out in the Bank's January *Monetary Policy Report Update*. But inflation has been higher than expected because pressures on capacity over the past year have been stronger than previously judged, and the prices of food and gasoline have recently risen more than expected. After considering the full range of indicators, the Bank now judges that the Canadian economy was operating just above its production capacity in the first quarter of this year.

Robust domestic demand continues to support Canada's economic growth, and there has also been stronger-than-expected growth outside North America, which has led to rising demand for, and prices of, many commodities. However, the slowing U.S. economy has had a moderating effect on economic growth in Canada.

Over the projection horizon, domestic demand should remain robust, although not as strong as in recent years. With the U.S. slowdown now expected to be somewhat more prolonged than previously projected, net exports should exert a slightly greater drag on growth in 2007. All told, the Canadian economy is expected to expand at a rate slower than potential through 2007, and in line with potential through 2008 and 2009.

With the excess demand in the economy expected to disappear in the second half of this year, and with pressures on housing prices expected to continue to ease, core inflation is projected to decline to 2 per cent by the end of 2007 and remain there through the projection period. If energy prices evolve in line with those currently reflected in futures markets, total inflation should average just below 2 per cent in the second quarter of 2007 before moving above the 2 per cent target and peaking below 3 per cent near the end of 2007. Total inflation should then return to target by mid-2008.

The upside risk to the Bank's inflation projection is that the recent strength of inflation could be more persistent than projected. Pressures on capacity could be greater and more prolonged than currently judged. The strong growth in household credit and broad money continues to point to this upside risk. As well, the downward pressure on inflation from the prices of imported goods could diminish more quickly than expected, and global food and energy prices could put more upward pressure on inflation.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 24 April 2007.

The downside risk to inflation continues to come from the possibility of a slowdown in the U.S. economy that is more pronounced than that already incorporated in the Bank's base-case projection.

The Bank continues to judge that the risks to its inflation projection are roughly balanced, although there is now a slight tilt to the upside.

The Bank left its key policy interest rate unchanged at 4.25 per cent on 6 March and 24 April. The current level of the target for the overnight rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the inflation target over the medium term.

2. Recent Developments in Inflation

Inflation and the 2 per cent target

CPI inflation rose to 1.9 per cent in the first quarter of 2007 . . .

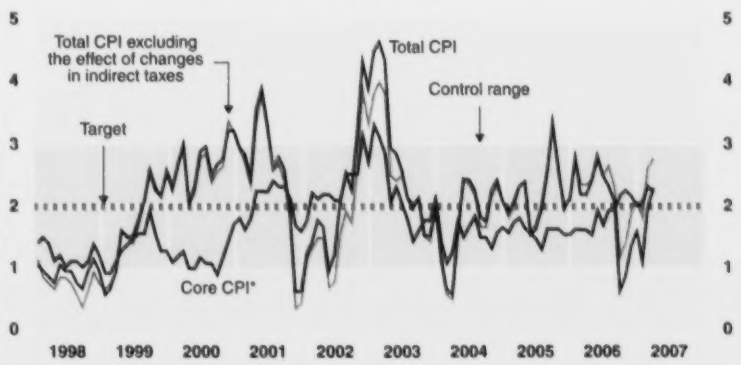
. . . which was higher than expected.

The year-over-year rate of increase in the total CPI has been higher than projected in the January *Update*, having risen from 1.3 per cent in the last quarter of 2006 to 1.9 per cent in the first quarter of 2007. If the effect of changes in indirect taxes is excluded, the rate of increase in the total CPI in the first quarter of 2007 was 2.4 per cent. The core rate of inflation increased to 2.3 per cent over the same period (Chart 1), also slightly higher than expected.[1]

The core rate of inflation has been moving up since the spring of 2006. Capacity pressures stemming from strong domestic demand have contributed to an increase in inflationary pressures, especially on the prices of components such as shelter services and, to a lesser extent, of services other than shelter.[2] As well, the downward pressure on the core rate coming from reduced prices for many import-

Chart 1 Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

1. The core measure of inflation excludes eight of the most volatile components of the CPI and removes the effect of changes in indirect taxes on the remaining components. The eight volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

2. It should be emphasized that the effect of changes in indirect taxes is removed for the analysis of the changes in the components of the core CPI.

intensive goods (such as clothing and durable goods other than automobiles) has lessened somewhat.

In addition to higher-than-expected increases in the prices of several components of the core rate of inflation . . .

In the first quarter of 2007, the year-over-year rate of increase in housing prices eased slightly more than anticipated at the time of the January *Update*. However, this was more than offset by higher-than-expected increases in the prices of several other components of the core rate of inflation. In particular, the recent surge in the prices of grains and oilseeds, stemming partly from the persistent rise in the demand for biofuels, has contributed to higher core food prices. Prices of imported clothing, durable goods excluding autos, and of core services other than housing have also come in higher than anticipated.

. . . there have been unanticipated increases in the prices of more volatile components.

The higher-than-expected increase in total CPI inflation in the first quarter of 2007 reflected both the higher-than-projected core rate and increases in the prices of some of the more volatile components. Fruit and vegetable prices rose unexpectedly as a result of weather-related reductions in North American supplies. Gasoline prices were higher than projected, partly owing to temporary production disruptions at oil refineries, although the impact of higher prices for crude oil also played a role.

The underlying trend of inflation has been running slightly above 2 per cent.

Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows have also moved up above 2 per cent when the effect of changes in indirect taxes is excluded (Chart 2).[3]

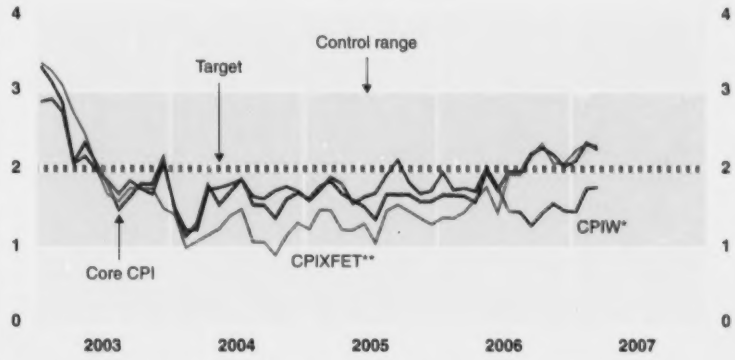
Key medium- and longer-term indicators of inflation expectations remain quite close to 2 per cent.

Key medium- and longer-term measures of inflation expectations continue to be close to 2 per cent. In the Bank's spring *Business Outlook Survey*, 88 per cent of firms expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years. Consistent with the temporary reduction in CPI inflation stemming from the cut in the GST, the average private sector forecast for total CPI inflation in 2007 was slightly below 2 per cent, while consensus forecasts of inflation over the longer term continued to be very close to 2 per cent.

3. Note that CPIW is affected by changes in the GST and other indirect taxes. Removing this effect would push the rate of change of CPIW above 2 per cent.

Chart 2 Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability, but does not exclude the effect of changes in indirect taxes.
** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

Factors at work on inflation

Aggregate demand

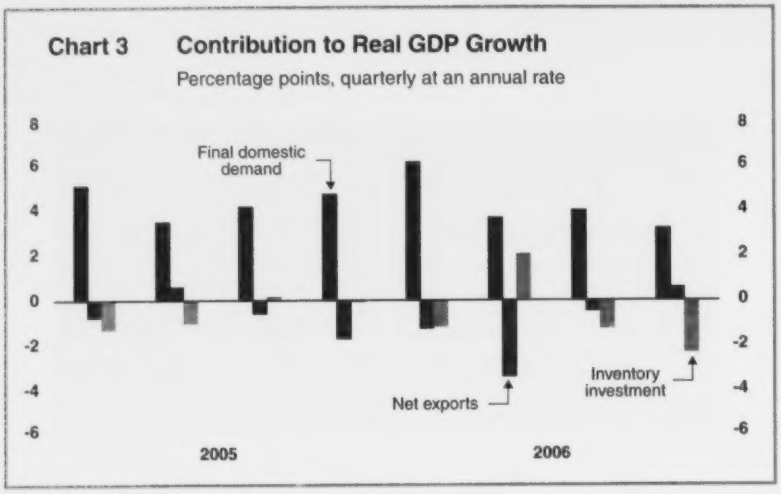
As projected, growth in Canada's real GDP slowed further in the fourth quarter of 2006.

Real GDP growth in Canada slowed modestly in the second half of 2006, increasing by 2.0 per cent in the third quarter and by 1.4 per cent in the fourth quarter. The outcome for the fourth quarter was very close to the 1.5 per cent projected in the January *Update*,[4] with a decrease in inventory investment exerting a significant drag on growth (Chart 3). The inventory correction appears to have been largely completed by the end of 2006. Currently available information suggests that real GDP grew by about 2.5 per cent in the first quarter of 2007, close to the 2.4 per cent rate projected in the last *Update*.

While final domestic demand has slowed somewhat since the middle of 2006, it remained the chief driver of GDP growth.

Although the growth of final domestic demand has slowed since the middle of 2006 from the very strong pace registered in the first half, it remained the chief driver of GDP growth. Further substantial increases in capital spending by businesses reflected relatively high overall profitability, earlier reductions in the prices of imported machinery and equipment, and continued favourable financing conditions. With solid employment growth, real personal disposable income continued to rise, as did household net

4. The level of real GDP was marginally higher than expected, owing to a small upward revision to growth in the third quarter.



worth and household credit, contributing to ongoing strength in consumer spending. In contrast, the growth of government spending on goods and services lessened appreciably. Residential construction decreased as expected.

Inventory investment in Canada's motor-vehicle-related industries decreased appreciably . . .

The U.S. economic slowdown has continued to affect Canada's economic growth. In particular, the weak level of motor vehicle sales in the United States contributed to significant production cuts in the Canadian auto industry. Consequently, inventory investment in motor-vehicle-related industries in Canada decreased sharply, especially in the fourth quarter of the year. As well, further large declines in residential investment in the United States resulted in reductions in Canadian exports of lumber and, to a lesser extent, other building materials. (See Technical Box 1.)

. . . while exports recovered in the second half of 2006.

Nevertheless, Canada's total exports recovered in the second half of 2006. Exports of machinery and equipment, metals and minerals, and agricultural and fish products all rose strongly after mid-2006. At the same time, after another strong gain in the third quarter of 2006, imports eased towards year-end and into this year, partly as a result of the reduced inventory investment by Canadian businesses.

Technical Box 1

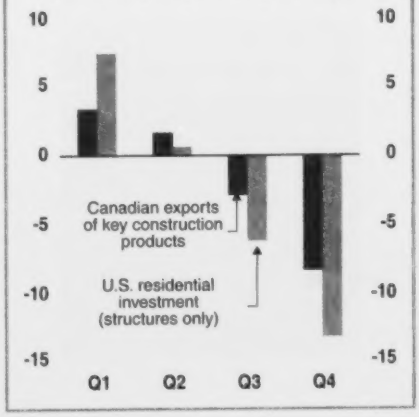
Developments in the U.S. Housing Market and Their Implications for Canada

After several years of rapid sales growth, large price increases, and rising construction, the U.S. housing sector began to contract in 2006. Sales of new and existing homes declined early in the year, causing a sharp increase in inventories of unsold homes. Builders consequently cut construction of new homes, leading to a 13 per cent decrease in real residential investment in new structures through the four quarters of 2006. Recent data on the U.S. housing sector point to a further contraction of real residential investment. The Bank's base-case projection calls for real residential investment to decrease by another 12 per cent during 2007, with much of the decline occurring in the first two quarters. In the first half of 2008, however, the inventory of unsold new homes is expected to return to its long-term average, and growth in residential construction is projected to resume thereafter.[1]

The decline in U.S. residential investment through 2006 had an important impact on Canadian exports, especially wood products, since construction materials used in the United States have a very high Canadian content relative to other goods. However, this impact could have been affected by changes in Canada's relative competitiveness, by price and inventory movements, and by sector-specific developments, such as the October 2006 softwood lumber agreement. Although these and other factors introduce a large degree of uncertainty, the Bank's analysis suggests that the projected decline of 12 per cent in U.S. residential investment in 2007 could lead to an additional drop in Canadian exports of construction-related products[2] of about 13 per cent on a year-over-year basis by the fourth quarter of 2007. This would translate into an adverse impact on Canadian real GDP of about -0.3 percentage points over the same period. If the downturn in U.S. housing was to significantly affect U.S. consumer spending, other types of exports would also be affected, and the negative impact on GDP would be larger.

Canadian Exports of Key Construction Products and U.S. Residential Investment in 2006

(Year-over-year percentage change)



Canadian Exports of Key Construction Products by 2006Q4

(Constant 1997 dollars)

	Year-over-year percentage change	Contribution to total growth of exports of key construction products (Percentage points)
Total	-8.2	
Wood	-17.2	-7.6
Other	-1.1	-0.6
Non-metallic minerals	-0.7	-0.1
Metals	-2.7	-0.6
Rubber and plastics	0.2	0.0

1. An additional factor affecting the U.S. housing market is the recent rise in the rate of delinquencies and defaults on subprime mortgages, which will bring more houses onto the market. While the macroeconomic impacts from these developments currently seem limited, there is a risk that lenders may respond by tightening overall mortgage lending, which could prolong the decline in the U.S. housing market.
2. The measure of Canadian exports of key construction-related products includes products that are heavily influenced by U.S. residential investment, but it also includes products that may be used in other sectors of the U.S. or global economy.

Aggregate supply

Growth in labour input has been higher than expected . . .

In recent years, most of the growth in output has come from increases in labour input (as indicated by hours worked), rather than from gains in labour productivity. For the 2004–06 period, annual growth in hours worked in the business sector averaged about 1.8 per cent, which was well above expectations. Most of this growth came from the expansion of the working-age population. In the fourth quarter of 2006, hours worked continued to increase solidly, with year-over-year growth of 1.8 per cent.

. . . while growth in labour productivity has been weaker than expected.

Annual growth in labour productivity in the business sector averaged about 1.2 per cent for the 2004–06 period, down from 2.3 per cent over the 1996–2000 period. One factor contributing to the slowdown in productivity growth could be the large amount of structural adjustment under way in the Canadian economy in the face of rising global competition and stronger demand for commodities, which has pushed up commodity prices and the trade-weighted value of the Canadian dollar. In particular, labour and capital have been moving towards commodity production and the non-tradable goods and services sectors. It is reasonable to expect that labour and capital could be somewhat less productive during the transition period. Also, higher commodity prices encourage the production of resources that are more difficult and costly to extract, dampening productivity in those sectors.

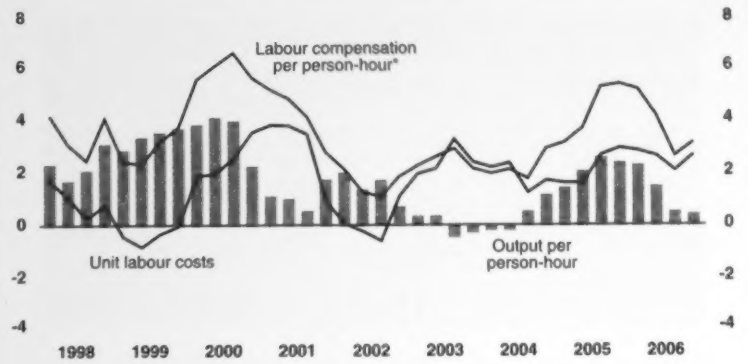
Productivity growth was particularly slow in the second half of 2006, with measured productivity in the fourth quarter up only 0.4 per cent from a year earlier (Chart 4). In addition to the factors noted above, some of this weakness would also appear to be cyclical in nature, reflecting the inventory correction and more general weakness in the manufacturing sector. As well, productivity in the services sector continues to be below expectations. All told, especially given the recent strength in investment, the extent of the weakness in overall productivity remains somewhat puzzling.

Growth in potential output over the 2004–06 period is now estimated to have averaged 2.6 per cent.

The Bank estimates potential output over history by breaking out movements in labour supply and labour productivity into their trend and cyclical components. Using its conventional measure, the Bank currently estimates that average growth in potential output over the 2004–06 period was 2.6 per cent. This is somewhat lower than the 2.8 per cent to 3 per cent that had been assumed in projections of potential output growth over that period. This slower pace of growth in potential output over the past several years largely reflects the weakness in the growth of actual labour productivity, which has more than offset higher-than-expected growth in labour input.

Chart 4 Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

Estimated pressures on capacity

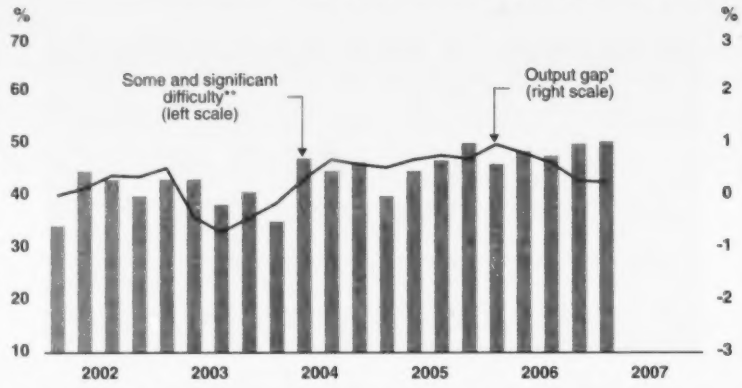
Some indicators suggest that the economy has been operating in slight excess demand . . .

Several indicators of capacity pressures continue to suggest that the economy has been operating in slight excess demand. In the spring *Business Outlook Survey* from the Bank's regional offices, the percentage of firms reporting that they would have difficulty in meeting an unanticipated increase in demand remained above average (Chart 5). The employment-to-population ratio in March 2007 was at its highest level in 31 years, and the unemployment rate in both February and March was at a 31-year low. The Bank's conventional measure of the output gap, which is subject to a substantial degree of uncertainty, indicates that the economy was operating about 0.2 per cent above its production potential in the first quarter of 2007 (Chart 5), slightly higher than was expected in the January *Update*.[5]

The fact that the core rate of inflation has averaged slightly above 2 per cent since September 2006 is also consistent with an economy operating slightly above its production capacity.

5. This change is due to the slight downward revision in the conventional measure of production capacity over history, such that the estimated level in the fourth quarter of 2006 is about 0.1 per cent lower than the previous estimate. As discussed in the previous section, this downward revision in the estimated level of production capacity reflects the sustained weakness in actual labour productivity growth, which has not been fully offset by the observed strength in labour input.

Chart 5 Estimated Output Gap and Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output. Note that the estimate for the first quarter of 2007 is based on a projected rise in output of 2.5 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

. . . while others point to an economy either in balance or in slight excess supply.

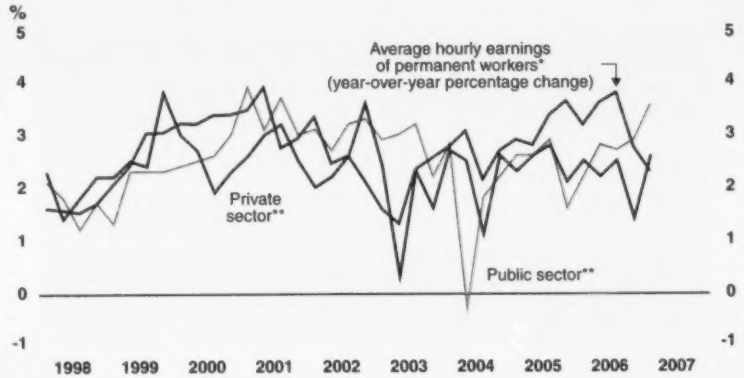
In contrast, other indicators suggest that the economy may be either in balance or even in slight excess supply. The percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's spring survey, while up slightly from the previous survey, was still only about average on a historical basis. Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector suggested below-average pressure on production capacity by the fourth quarter of 2006.

The underlying trend increase in aggregate wages (based on the 12-month change in average hourly earnings of permanent workers reported by Statistics Canada in the Labour Force Survey) has fallen to between 2 1/4 per cent and 3 per cent since the third quarter of 2006 (Chart 6). The year-to-year rise in another wage indicator—hourly labour compensation from Statistics Canada's Productivity Accounts—decreased to just over 3 per cent in the fourth quarter of 2006 (Chart 4).[6]

6. The marked reduction in the average annual wage increase in the unionized private sector in the fourth quarter of 2006 resulted chiefly from low settlements negotiated in the retail sector.

Chart 6 Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



* Source: Statistics Canada *Labour Force Information*
** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted is the average of January and February 2007

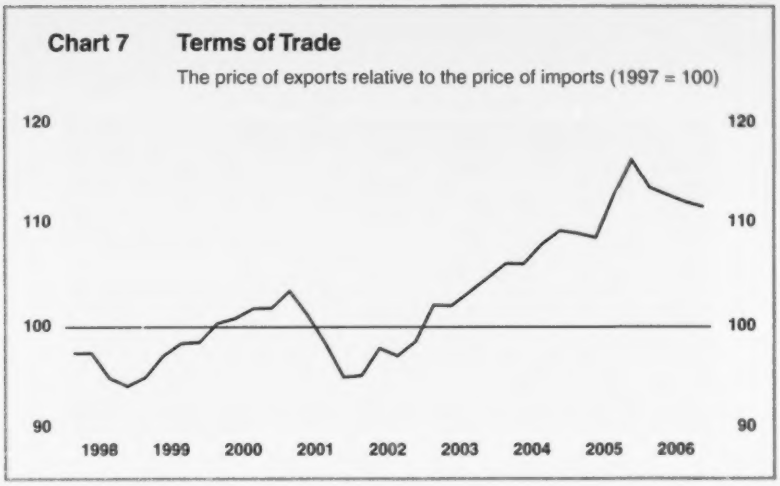
Given the very low gains in productivity, unit labour costs in the fourth quarter of 2006 were up 2.7 per cent from their level a year earlier. With recent compensation increases ranging between 2 1/4 per cent and 3 per cent and with trend productivity growth estimated at about 1 per cent in 2006, underlying increases in unit labour costs seem to have been lower, at just under 2 per cent.

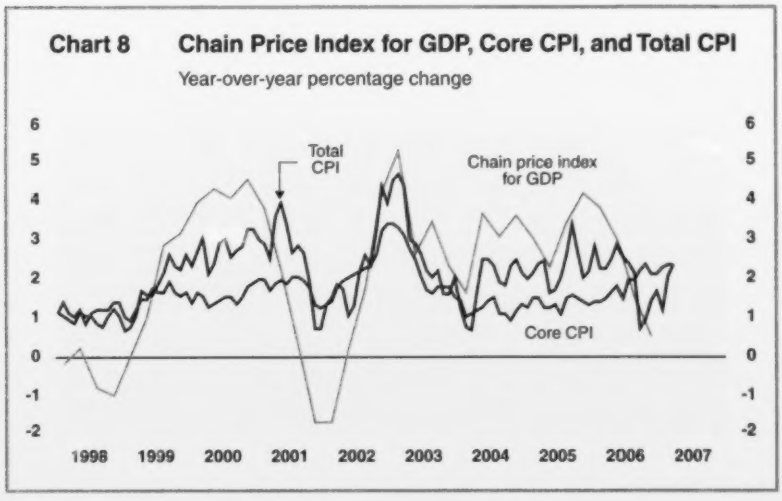
After reviewing all the indicators of capacity pressures, it is the Governing Council's judgment that, overall, the economy was operating just above its production capacity in the first quarter of 2007.

The Governing Council judges that the economy was operating just above its production capacity in the first quarter of 2007.

Commodity and output prices and the terms of trade

Canada's terms of trade decreased further in the second half of 2006, owing to somewhat lower prices for energy commodities after the middle of the year (Chart 7). Consequently, the four-quarter change in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) eased from 3.0 per cent in the second quarter of 2006 to 0.5 per cent in the fourth quarter (Chart 8). This contributed to further moderation in the annual increase in nominal GDP, which rose by only 2.8 per cent in the year ending in the fourth quarter of 2006.





The prices of non-energy commodities have continued to rise since mid-January . . .

Growth in global demand for commodities continues to be underpinned by the strong global economy, particularly in the emerging-market economies led by China and India. Combined with delays in several major projects intended to expand supplies, this has led to further increases in the world prices of many non-energy commodities since the January *Update* (Chart 9).

. . . as has the price of crude oil.

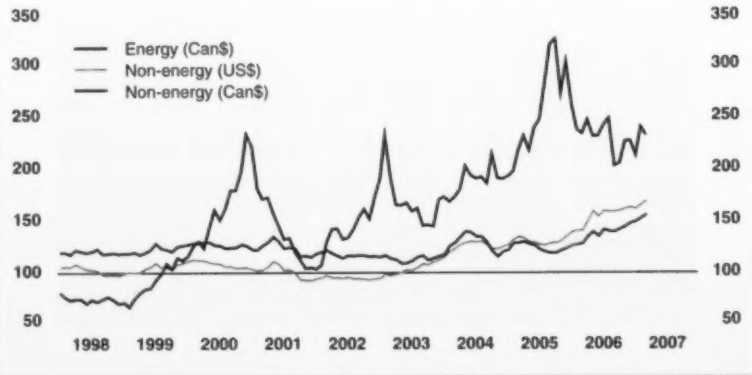
The price of light crude oil (West Texas Intermediate), which was about US$53 per barrel at the time of the January *Update*, averaged US$63 in the ten days ending on 20 April 2007. This increase was chiefly caused by strengthening North American

demand with the return of normal winter weather conditions, as well as by somewhat greater geopolitical uncertainties. Natural gas prices are also up a little relative to January.

This recent improvement in most commodity prices should lead to a recovery in Canada's terms of trade in early 2007 and, thus, to somewhat stronger growth in nominal GDP. This strengthened rate of nominal income growth should, in turn, help to increase the growth of corporate profits and government tax revenues in the near term.

Chart 9 Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100



3. Financial Developments

The global economy continues to be characterized by high levels of desired savings relative to desired investment. This has contributed to a financial environment that exhibits low levels of long-term interest rates and strong investor appetite for risk, reflected in the low level of risky spreads. Moreover, equity markets and debt issuance around the world have been buoyant. In February and March, volatility and risk premiums rose in many markets from historically low levels, but have since largely returned to those low levels. The main exception is the U.S. subprime mortgage market, where some difficulties persist and further deterioration is possible.

Policy interest rates and exchange rates

In Canada, financial market expectations are for no change in the policy rate in 2007.

Policy rates in both Canada and the United States have remained unchanged since the middle of 2006 (Chart 10). Short-term interest rates in the United States reflect expectations of a modest decline in the federal funds rate in the second half of 2007. In Canada, market expectations derived from short-term interest rates imply no change in the policy rate in 2007.

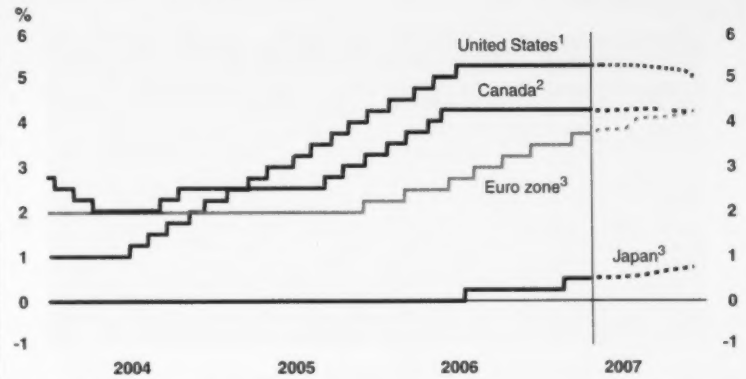
Responding to the sustained strength of their economies, several central banks, including the Bank of England, the European Central Bank, and the Bank of Japan, have continued to raise their policy rates since the beginning of the year. Financial markets expect a further tightening of monetary policy in these countries over the remainder of 2007 and into early 2008.

The recent strength of the Canadian dollar reflects a number of developments.

Through the first quarter of 2007, the Canadian dollar traded in the range of about 84.5 to 87.5 cents U.S. assumed in the projection presented in the January *Update* (Chart 11). However, since early April, the Canadian dollar has moved above this range as a result of several developments, including the rise in commodity prices and relatively stronger economic data in Canada than in the United States.

Chart 10 Official Policy Rates and Forward Interest Rates*

Daily

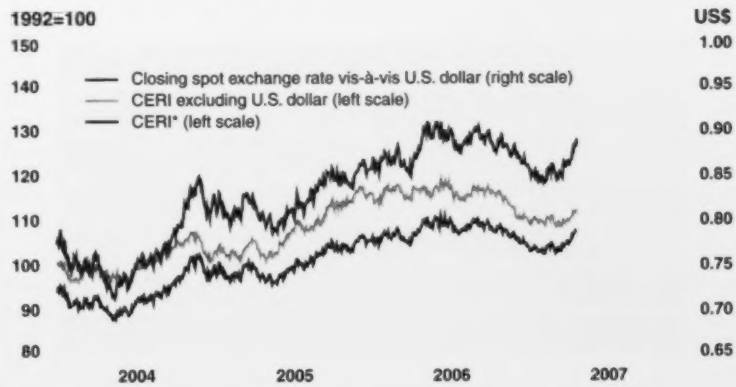


* Solid lines are official interest rates, and dotted lines are forward overnight interest rates. No adjustments are made for term premiums.

1. U.S. forward overnight rates based on federal funds futures prices
2. Canadian forward overnight rates based on yields on bankers' acceptances (BAs) and three-month futures for bankers' acceptances (BAX)
3. Euro and Japanese overnight rates based on the implied forward rate derived from the respective overnight index swap markets

Chart 11 Canadian Dollar Exchange Rate

Wednesdays



* CERI: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Mexican peso, and Chinese renminbi

Credit conditions and other financial developments

Corporate profitability in Canada remains robust. Balance sheets in the Canadian non-financial business sector continue to improve, buoyed by rising profit margins. Profits have also been very strong in the financial sector since the October *Report*.

Business borrowing conditions remain accommodative.

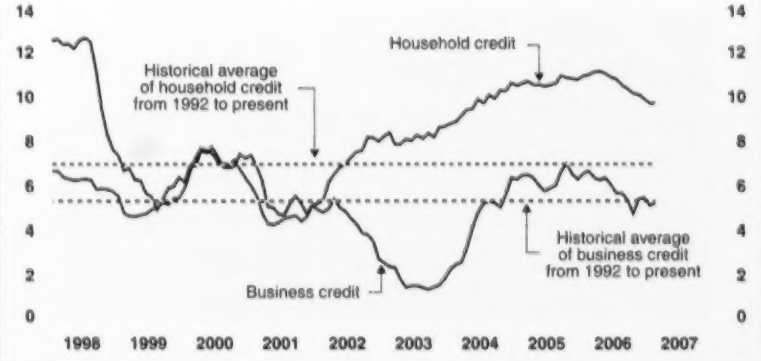
Against this backdrop, credit conditions for businesses remain accommodative (Chart 12). Despite high corporate profits, which have dampened the demand for credit, business borrowing since the January *Update* has expanded at a rate close to its historical average, partly reflecting increased demand for short-term financing related to mergers and acquisitions, as well as robust capital spending. The healthy outlook for the global economy should help to sustain the strong profitability of Canadian businesses. To the extent that credit spreads remain low, firms should continue to have ready access to funding for investment.

Healthy household balance sheets and rising house prices are enabling households to borrow to help support spending.

Household credit continues to expand at a rate well above its historical average (Chart 12). This has been partly due to borrowing against home equity. Rising house prices have improved the net worth of households and have facilitated cheaper access to borrowed funds. Total new borrowing against home equity has tripled in volume since 2001 (Technical Box 2) and has contributed to the strength of household spending over this period. Since the January *Update*, the growth in housing prices has moderated somewhat, but past increases have allowed household borrowing to remain robust.

Chart 12 Business and Household Credit

Year-over-year percentage change

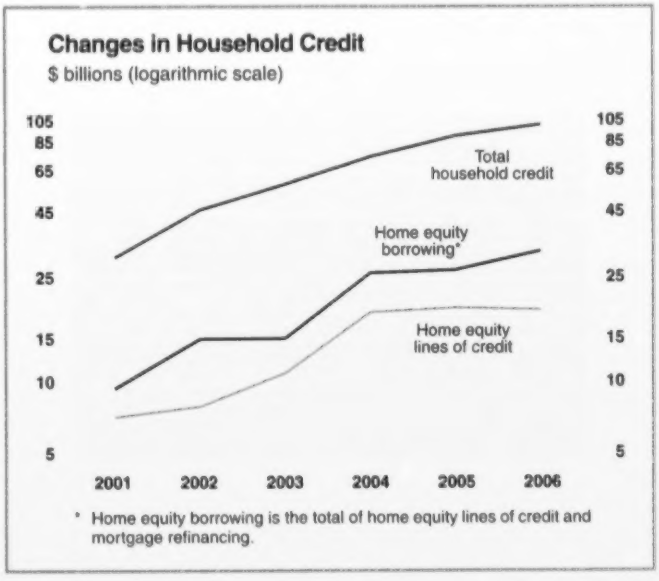


Technical Box 2

Total Home Equity Borrowing in Canada

Homeowners can take advantage of increases in housing equity by raising the amount of their borrowing against home equity. This occurs through two main channels: borrowing through a home equity line of credit or increasing the amount of the original mortgage (mortgage refinancing).

There is no single source of information on total home equity borrowing in Canada. It is therefore necessary to derive this series from several sources. Estimates by Bank staff of home equity lines of credit, which include lending by both chartered banks and non-bank financial institutions, are based on Bank of Canada credit data and information from a household survey undertaken by Ipsos Reid market research. Estimates of mortgage refinancing are calculated using survey data from Altus Clayton consulting services.



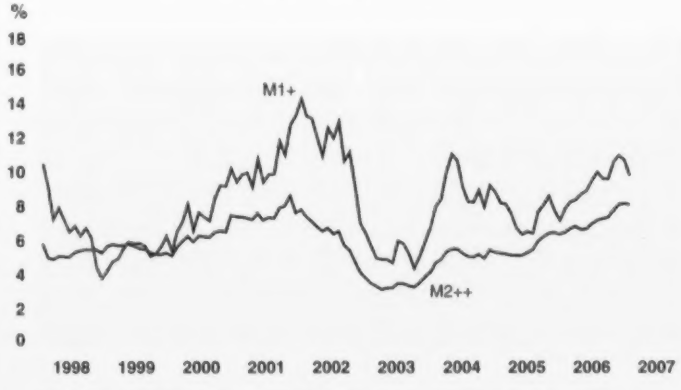
Despite higher indebtedness, households remain in sound financial health, with a relatively low debt-service ratio for the sector as a whole and only a small proportion of financially vulnerable households.[7] Healthy household balance sheets, together with favourable employment conditions and ready access to borrowed funds, suggest that robust credit growth should continue to support household spending.

Growth in the monetary aggregates remains high.

Since January, the growth rate of the monetary aggregates has remained high (Chart 13). The growth of broad money (M2++) is consistent with a core rate of inflation slightly above 2 per cent at the end of 2007 and into early 2008. At the same time, the break-even inflation rate implicit in the spread between nominal and Real Return government bonds has moved up slightly. Liquidity and technical factors, however, make this spread difficult to interpret.

Chart 13 Growth of M1+ and M2++

Year-over-year percentage change



Note: M1+ and M2++ have been adjusted to remove the effect of clone funds.

7. See "An Analysis of the Financial Position of the Household Sector Using Microdata" by Faruqui, Lai, and Traclet in the Bank of Canada's *Financial System Review* (December 2006): 14–17.

4. The Outlook

Demographic developments will reduce the future growth of potential output in the major economies.

This section describes the Bank's outlook for the global and Canadian economies through to the end of 2009. The base-case projection has been developed assuming a slow and orderly resolution of global imbalances, predicated on further supportive policy actions to rebalance global demand and a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar. Energy prices are assumed to evolve in line with current futures prices, and the Canadian dollar is assumed to trade within the range of 86.5 to 89.5 cents U.S., evident since early April. With the projection horizon extended to 2009, demographic effects related to an aging workforce begin to modestly reduce the assumption for the growth of potential output, not only in Canada, but for many industrialized countries.[8] The section concludes with a discussion of the risks to the base-case projection.

International background

Economic momentum remains strong in the major overseas economies . . .

Since the January *Update*, global economic growth has been slightly stronger than expected, with slower growth in U.S. real GDP more than offset by stronger-than-expected growth outside North America. As global capacity becomes fully absorbed and monetary policy tightens, this vigorous expansion is projected to moderate gradually from 5.3 per cent in 2006, to 4.8 per cent in 2007 and 2008, and to 4.6 per cent in 2009 (Table 1). This growth projection is slightly higher than that presented in the October *Report* and the January *Update*.

Growth in Japan and the major European economies is expected to remain solid over the projection period, with more growth coming from domestic consumption and investment demand, rather than from net exports. The outlook for growth in emerging-market countries over the same period also remains very strong, particularly for China and India.

8. The negative impact of aging populations on labour supply growth is projected to occur over different periods and to varying degrees among the advanced economies. For example, with the oldest U.S. baby boomers becoming eligible for pension benefits in 2008, the contribution of labour to potential growth is expected to diminish over coming years. Shifts in the working-age population are also expected to reduce potential growth rates in the major overseas economies, although this may be partly offset by gains in labour productivity from capital deepening and from the adoption of more efficient technologies. See Technical Box 3 for a discussion of the impact of demographics on trend labour input in Canada.

. . . but the U.S. slowdown is expected to be more prolonged than previously projected.

The slowdown in the U.S. economy in 2007 is expected to be more prolonged than projected in the January *Update*. As a result, U.S. GDP growth is expected to slow to 2.1 per cent in 2007, before picking up to 2.8 per cent in 2008 and to 3.1 per cent in 2009. The downward revision in 2007 (from 2.5 per cent in the January *Update* to 2.1 per cent) largely reflects a more prolonged downturn in residential investment and weaker business investment. The growth rate of U.S. potential output is now expected to slow from about 3 per cent over recent years to slightly below 3 per cent over the 2007–09 period.

Table 1 Global Growth Projection

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Expected growth (per cent) and percentage point contribution to economic growth[b]			
		2006	Projection		
			2007	2008	2009
United States	20	3.3 [0.66]	2.1 [0.42]	2.8 [0.56]	3.1 [0.62]
European Union	19	2.8 [0.52]	2.3 [0.42]	2.2 [0.40]	2.2 [0.40]
Japan	6	2.2 [0.14]	2.3 [0.15]	1.9 [0.12]	1.8 [0.12]
China and Asian NIEs[c]	19	9.7 [1.82]	9.0 [1.68]	8.6 [1.60]	8.2 [1.53]
Others	36	6.0 [2.17]	5.9 [2.15]	5.7 [2.07]	5.3 [1.92]
World	100	5.3	4.8	4.8	4.6

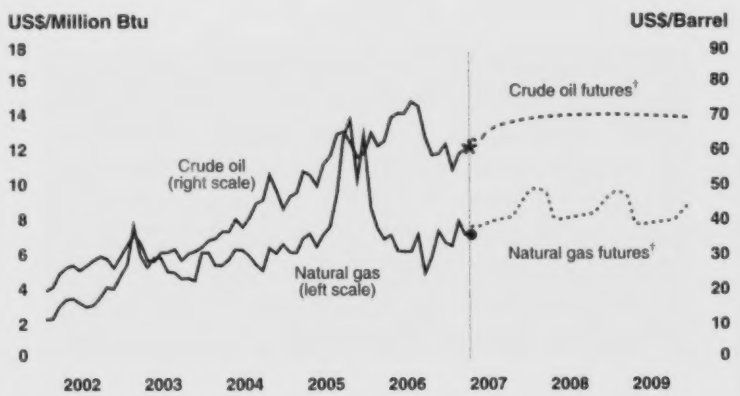
a. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2005. Source: IMF, WEO Database, April 2006
b. Numbers in square brackets represent the contribution of each region to the global economic growth rate in percentage points.
c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.
Source: Bank of Canada

With the slowing of U.S. GDP growth to well below potential growth since the middle of 2006, some excess supply has started to emerge in the U.S. economy. Thus, core inflation should gradually fall, although less quickly than previously expected. As inventory adjustments in the manufacturing sector are completed and the drag from weak residential and business investment dissipates, U.S. GDP growth is expected to recover to close to potential growth by the end of 2007.

Over the projection horizon, growth in U.S. household consumption is expected to moderate, as savings return to a more sustainable level. The depreciation of the U.S. dollar in real effective terms since 2002, as well as a further expected depreciation of about 8 per cent over the projection horizon, should continue to

Chart 14 Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices

Monthly



* Spot price for crude oil (20 April 2007)
• Spot price for natural gas (20 April 2007)
† Based on an average of futures contracts over the ten days ending 20 April 2007

stimulate U.S. net exports.[9] Strong foreign demand should further support U.S. exports, contributing to a gradual reduction in the U.S. current account deficit.

Prices of energy futures are higher than in January.

Futures prices for crude oil and natural gas over the projection period are higher than those in the January *Update* (Chart 14). They indicate that crude oil prices will move up from their current level of about US$63 per barrel to US$70 per barrel by early 2008 and then stay there for the remainder of next year and through 2009.

Non-energy commodity prices should stay relatively high before declining modestly.

The price index for non-energy commodities is high and is expected to remain higher than projected in January, before declining gradually over the projection period. In particular, while strong global demand is boosting metals prices, these prices are expected to decrease slowly as increases in global capacity come online. Lumber prices are likely to ease over the remainder of this year, given the projected weakness of U.S. housing activity. On the other hand, prices for grains and oilseeds are anticipated to remain strong for some time as a result of the surging demand for biofuels.

9. In its April 2006 *Monetary Policy Report*, the Bank assumed a real effective depreciation of the U.S. dollar over the 2007–08 period of 7 per cent. Since then, the U.S. dollar has depreciated by about 3 per cent. The Bank's outlook for the U.S. economy now extends through to the end of 2009.

Aggregate demand and supply in Canada

Final domestic demand is expected to be the primary engine of growth in Canada.

In Canada, final domestic demand is expected to continue to be the primary engine of growth over the projection period, growing at a robust, though more moderate, pace than in 2005 and 2006 (Table 2).

Table 2 Contributions to Average Annual Real GDP Growth
Percentage points*

	2006	2007	2008	2009
Consumption	2.2	1.8 (1.7)	1.6 (1.7)	1.7
Housing	0.2	-0.1 (-0.1)	-0.1 (-0.1)	0
Government	0.8	0.6 (0.7)	0.7 (0.7)	0.6
Business fixed investment	1.1	0.7 (0.7)	0.5 (0.5)	0.4
Subtotal: Final domestic demand	4.3	3.0 (3.0)	2.7 (2.8)	2.7
Exports	0.5	0.4 (0.5)	1.3 (1.1)	1.0
Imports	-1.7	-1.3 (-1.3)	-1.3 (-1.1)	-1.0
Subtotal: Net exports	-1.2	-0.9 (-0.8)	0 (0)	0
Inventories	-0.4	0.1 (0.1)	0 (0)	0
GDP	2.7	2.2 (2.3)	2.7 (2.8)	2.7

* Figures in parentheses are from the base-case scenario in the January *Monetary Policy Report Update*.

Consumer spending is expected to grow solidly over the projection period, reflecting further gains in real disposable income and increases in household net worth. Housing investment, after reaching a very high level last year, is projected to decline slightly in 2007 and 2008 and then to steady out in 2009.

Gains in business investment are expected to remain strong in 2007 and 2008, with growth averaging just over 5 per cent. Factors contributing to higher investment spending this year and next include near-term pressures on production capacity, expectations of relatively strong global economic growth and high levels for most commodity prices, ongoing supportive financial conditions, and generally strong profit levels with solid balance sheets. However, capital spending in the oil and gas industry is expected to ease somewhat in the near term, owing to a weaker outlook for gas drilling. In 2009, overall growth in investment is projected to ease as a result of the anticipated moderation in global economic growth and lower prices for non-energy commodities.

In the base-case projection, it is assumed that the government sector will run balanced budgets throughout the projection period, and that the real growth of government spending on goods and services will decelerate to average just under 3 per cent through 2009.

Net exports are expected to continue to exert a drag on growth through 2007.

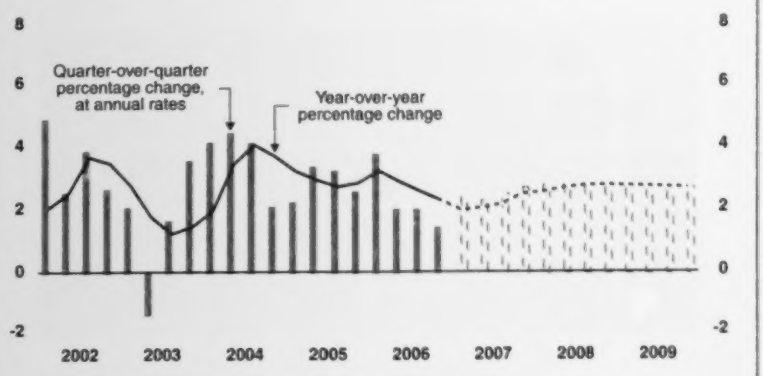
As growth in U.S. domestic demand slows through mid-2007, Canadian exports are expected to ease slightly in the first half of 2007. But with the projected subsequent strengthening of U.S. growth, Canada's exports should pick up over the remainder of the projection period. In contrast, further substantial increases in investment in machinery and equipment should contribute to continued strong growth in imports throughout 2007 and 2008. Hence, net exports are projected to exert a slightly greater drag on overall growth in 2007 than projected in the January *Update*, with this drag diminishing over the course of the year.

GDP growth in Canada is projected to be 2.2 per cent in 2007 and 2.7 per cent in both 2008 and 2009.

In the Bank's base-case projection, economic growth increases through 2007, with quarterly growth averaging just below 2 1/2 per cent in the first half of the year and just above 2 1/2 per cent in the second half (Chart 15). This implies average annual growth for 2007 of 2.2 per cent, slightly lower than in the January *Update*, largely reflecting the impact of the weaker U.S. economic outlook on Canadian export growth. For 2008 and 2009, GDP growth is projected at 2.7 per cent.

In the base-case scenario for Canada, the assumption for potential output growth in both 2007 and 2008 remains unchanged at 2.8 per cent.[10] For 2009, growth of the labour supply is assumed

Chart 15 Real Gross Domestic Product for Canada*



* The broken line and bars indicate the base-case projection.

10. This continues to reflect an assumed rate of trend labour productivity growth of 1 1/2 per cent and trend growth in labour input of 1 1/4 per cent.

to ease slightly by 0.1 per cent from 1 1/4 per cent in 2007 and 2008, implying potential growth of about 2.7 per cent. This 0.1 percentage point reduction in potential growth in 2009 reflects the Governing Council's judgment regarding the impact on the labour force of increased retirements as the first members of the baby-boom generation enter their early sixties. (See Technical Box 3.)[11]

With these growth profiles for GDP and potential growth, the economy would move back to its production capacity in the second half of 2007 and stay there for the remainder of the projection period. In this base-case projection, it is chiefly the recent slowdown and subsequent pickup of the U.S. economy that bring aggregate supply and demand in Canada back into balance and keep them there.

The outlook for inflation

Core inflation is expected to return to 2 per cent by the end of 2007.

The Bank's projection is that core inflation will remain above 2 per cent in the coming months, but return to 2 per cent by the end of 2007 and stay there for the rest of the projection period (Table 3). With medium- and longer-term expectations of inflation well anchored, the inflation projection largely reflects the combined influence of the balance between aggregate demand and supply, and relative price developments. Excess demand through late 2006 and into 2007, combined with the projected momentum in core food prices, is expected to keep core inflation above 2 per cent in the near term. But two factors are expected to bring core inflation back to 2 per cent, despite a projected lessening of the downward pressure from import prices. First, the upward pressure coming from the economy operating slightly above its potential output is expected to dissipate, since excess demand is projected to be eliminated in the second half of 2007. Second, the significant contribution to inflation coming from housing price increases is expected to continue to decline.

Total CPI inflation is expected to return to 2 per cent by mid-2008 and remain there over the rest of the projection period.

The projected path for the 12-month rate of increase in the total CPI reflects both the slightly higher projected track for core inflation in 2007 and expectations for energy prices, as well as changes in indirect taxes. Total CPI inflation is expected to be 1.9 per cent in the second quarter of 2007. With the direct effect of the GST cut ending in July 2007, upward-sloping futures curves for crude oil and natural gas prices and marked year-over-year

11. Technical Box 3 describes model-based estimates and projections of trend labour input growth. These estimates, together with judgments regarding the implications of various factors that are not captured by the estimated model, informed the Governing Council's assumptions regarding the growth of trend labour supply.

increases in gasoline prices, total CPI inflation is projected to move up in the second half of 2007, peaking in the fourth quarter of 2007 at about 2.8 per cent.[12] Thereafter, total CPI inflation is expected to decline, returning to the 2 per cent target by mid-2008 and staying there for the remainder of the projection period.

This inflation projection is consistent with an unchanged target for the overnight interest rate, largely because the impact of the current slowdown in U.S. GDP growth on the Canadian economy is sufficient to bring total demand for goods and services in Canada back into line with supply.

Table 3 Summary of the Base-Case Projection*

	2006	2007			2008	2009
	Q4	Q1	Q2	H2		
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth at annual rates)**	**1.4** *(1.5)*	**2.5** *(2.4)*	**2.3** *(2.6)*	**2.6** *(2.8)*	**2.8** *(2.9)*	**2.7**
Real GDP (year-over-year percentage change)	**2.3** *(2.3)*	**2.0** *(1.9)*	**2.1** *(2.1)*	**2.4** *(2.5)*	**2.7** *(2.8)*	**2.7**
Core inflation (year-over-year percentage change)	**2.2** *(2.2)*	**2.3** *(2.1)*	**2.2** *(2.0)*	**2.1** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0**
Total CPI (year-over-year percentage change)	**1.3** *(1.3)*	**1.9** *(1.2)*	**1.9** *(1.0)*	**2.6** *(1.7)*	**2.1** *(2.0)*	**2.0**
Total CPI (excluding the effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	**1.8** *(1.8)*	**2.4** *(1.7)*	**2.4** *(1.5)*	**2.6** *(1.7)*	**2.1** *(2.0)*	**2.0**
WTI *** (level)	**60** *(60)*	**58** *(56)*	**64** *(58)*	**68** *(61)*	**70** *(63)*	**70**

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.
** For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.
*** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 20 April 2007

12. The year-over-year rate of increase in gasoline prices is expected to spike up in the last quarter of 2007, owing partly to base-year effects related to a temporary easing in gasoline prices in 2006.

Technical Box 3

Estimates of Trend Labour Input

Over the next two years, the leading edge of the baby boom cohort—those born between 1946 and 1964—will reach 62 years of age, the average age of retirement in Canada. This development will put downward pressure on the growth of labour supply and, hence, on that of potential output over the coming decades.

Since 1980, growth in labour input has accounted for just over half of real GDP growth.[1] Most of this rise in labour input growth can be attributed to an increase in the working-age population and to the strong increase in the labour force participation of women. These two factors have been partially offset by a declining trend in average hours worked.

Bank staff have estimated the trend in labour input over the next decade by combining Statistics Canada projections of the working-age population with models of the average length of the workweek and the labour force employment rate. Statistics Canada projects that growth in the working-age population will begin declining in 2007 and will continue to decline over the next decade because of the cumulative impact of past decreases in the national fertility rate (Chart A).[2] Bank modelling projects average hours worked to remain relatively stable over the next decade. Using a cohort-based model,[3] Bank staff estimate that the aggregate trend employment rate began to fall in 2006, owing to the increased share in the workforce of individuals 62 and over whose average employment rates are lower than those of younger workers (Chart B). This analysis also suggests that the recent increase in the employment rates of women aged 55 and over is mainly a structural phenomenon that will likely continue in the years to come. This should help moderate the drop in the aggregate employment rate.

Accordingly, the model-based estimate of trend labour input growth falls from 1.5 per cent over the 2004–06 period to 1.1 per cent over the 2007–09 period and to 0.6 per cent over the 2013–15 period.

Several factors that could help to offset some of the estimated decline in the employment rate are not accounted for in the model. As the labour pool shrinks, employers and governments may take further measures to reduce or eliminate barriers to continued labour force participation beyond the conventional retirement age. Continued improvements in health and life expectancy, together with the changing nature of work towards jobs that are less physically demanding, might raise the employment rates of older workers. If couples are making joint retirement decisions, the projected increase in the employment rates of older women might have a positive spillover effect on the employment rates of older men (although this effect could also work in the other direction). Finally, the projected reduction in the labour supply might increase the real wage, creating an incentive for more young workers to enter the labour market and for older workers to delay their retirement. For these and other reasons, some judgment is applied to the model-based estimates in coming to a balanced view of trend labour supply growth going forward.

1. Real output growth can be divided into labour productivity growth and labour input growth. The latter can be decomposed further into growth of the working-age population, the change in the labour force employment rate, and the change in the average length of the workweek. The labour force employment rate is defined as the number of people employed divided by the labour force. Trend labour input is driven by the trend in labour supply.
2. The medium scenario from Statistics Canada's population projections is used to project the size and composition of the working-age population. For more details on the assumptions underlying the population projection, see Statistics Canada (2005), *Population Projections for Canada, Provinces and Territories*.
3. The trend employment rate is projected using a birth-cohort-specific model that captures movements in labour demand, age effects, wealth effects, the impact of the E.I. system, and a birth-cohort effect for females. A more detailed description will be provided in an upcoming *Bank of Canada Review* article.

Technical Box 3 (continued)

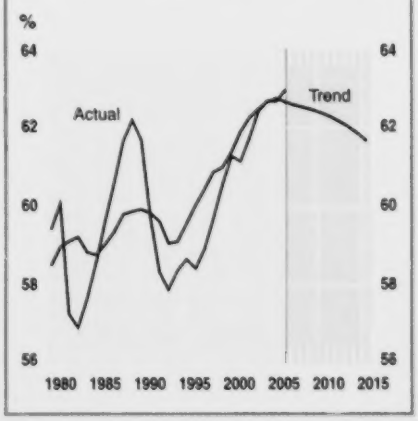
Components of Model-Based Trend Canadian Labour Input Growth

	Model-based trend rate of labour input growth	Statistics Canada's projection for the working-age population	Model-based trend employment rate	Model-based trend average hours worked
1998–00	1.6	1.2	61.1	34.3
2001–03	1.9	1.4	62.2	34.2
2004–06	1.5	1.4	62.7	34.1
2007–09	1.1	1.2	62.5	34.1
2010–12	0.9	1.0	62.3	34.1
2013–15	0.6	0.9	61.8	34.1

Chart A
Contribution to Trend Labour Input Growth

Year-over-year percentage change

Chart B
The Actual and Trend Canadian Employment Rate



Risks to the outlook

There are both upside and downside risks to the Bank's base-case outlook for inflation.

The upside risk relates to the persistence of the recent increase in inflation.

The upside risk is that the recent strength in inflation could prove to be more persistent than is envisaged in the base-case projection. Pressures on capacity may be greater than judged and may be more persistent than projected. The observed strength in household credit growth and broad money growth in Canada continues to point to this upside risk. There is also a risk of greater international price pressures. The downward pressure on the core inflation rate from decreases in the prices of internationally traded manufactured goods could diminish more quickly than projected, especially if global growth continues to come in stronger than expected. Global food and energy prices could also boost inflation more than projected in the base case.

The downside risk continues to be lower-than-expected growth in the U.S. economy.

The downside risk to the outlook for Canadian growth and inflation continues to be that growth in the U.S. economy could be lower than expected. This arises from the possibility of an even more pronounced slowdown in residential and business investment in the United States, which could spill over into weaker consumption growth. Weaker growth in domestic demand in the United States would further reduce demand for Canadian exports and would lower inflation relative to the base-case projection.

The risks to the inflation projection are roughly balanced, with a slight tilt to the upside.

The Bank continues to judge that the risks to its inflation projection are roughly balanced, although there is now a slight tilt to the upside.

Finally, from a longer-term perspective, there remains a small probability of a disorderly resolution of global imbalances. While the improving balance in the global distribution of domestic demand will be helpful in supporting necessary adjustment, further policy actions are required internationally to facilitate an orderly resolution of global imbalances.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca
website: www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2007

www.banqueducanada.ca

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un *indice de référence* qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir à ce sujet la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », le communiqué émis le 23 novembre 2006 et la note d'information publiée le même jour. Ces trois documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2007 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth et Tiff Macklem.

Au début des années 1990, la Banque a décidé de réaliser la stabilité des prix en ciblant directement l'inflation. [...] Ce régime de cibles d'inflation a si bien fonctionné qu'il a été reconduit à quatre reprises, plus récemment vers la fin de 2006. C'est pourquoi nous continuerons à viser le maintien de l'inflation à 2 % [...] au cours des cinq prochaines années.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
8 mars 2007

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble **5**

2. L'évolution récente de l'inflation **7**

L'inflation et la cible de 2 % 7
Les facteurs qui influent sur l'inflation 9
La demande globale 9
L'offre globale 12
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie 13
Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange 16

3. L'évolution financière **19**

Les taux directeurs et les taux de change 19
Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière 21

4. Les perspectives **24**

La conjoncture internationale 24
La demande et l'offre globales au Canada 27
Les perspectives en matière d'inflation 32
Les risques pesant sur les perspectives 33

Notes techniques

1. L'évolution du secteur du logement aux États-Unis et son incidence sur le Canada 11
2. L'évolution des prêts garantis par la valeur nette des propriétés au Canada 22
3. L'estimation du taux de croissance tendanciel du facteur travail 30

1. VUE D'ENSEMBLE

L'évolution de la croissance économique au Canada concorde pour l'essentiel avec les prévisions présentées dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque. Cependant, l'inflation a été plus élevée qu'escompté parce que les pressions qui se sont exercées sur la capacité de production au cours de la dernière année ont été plus vives qu'on ne l'avait jugé et que l'augmentation récente des prix des aliments et de l'essence a dépassé les projections. Après avoir examiné l'éventail complet des indicateurs, la Banque considère maintenant que l'économie canadienne tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de cette année.

La forte demande intérieure continue de soutenir la progression de l'économie canadienne, et l'on a aussi observé une expansion supérieure aux prévisions en dehors de l'Amérique du Nord, qui a poussé la demande et les prix de nombreux produits de base à la hausse. Toutefois, la baisse de régime aux États-Unis a eu pour effet de modérer la croissance au Canada.

Au cours de la période de projection, la demande intérieure devrait demeurer vigoureuse, quoique dans une moindre mesure que ces dernières années. Comme on s'attend maintenant à ce que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure un peu plus longtemps qu'on ne l'avait d'abord envisagé, les exportations nettes devraient brider la croissance de façon légèrement accrue en 2007. Somme toute, la Banque estime que l'économie canadienne croîtra moins rapidement que la production potentielle en 2007 et au même rythme que celle-ci tout au long de 2008 et de 2009.

Si, comme on le prévoit, la demande excédentaire au sein de l'économie se résorbe au second semestre de l'année et que les pressions sur les prix des logements continuent de s'atténuer, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait descendre à 2 % d'ici la fin de 2007 et s'y maintenir au cours de la période de projection. Si l'évolution des prix de l'énergie se révèle conforme aux cours actuels des contrats à terme, l'inflation mesurée par l'indice global des prix à la consommation devrait s'établir, en moyenne, tout juste au-dessous de 2 % au deuxième trimestre de 2007 avant de passer au-dessus de la cible de 2 % et de culminer sous les 3 % vers la fin de l'année. Elle devrait ensuite redescendre à la cible d'ici le milieu de 2008.

Le risque à la hausse entourant la projection de la Banque relative à l'inflation est lié au fait que la vigueur affichée récemment par cette dernière pourrait être plus persistante que prévu. Les

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 24 avril 2007.

pressions sur la capacité pourraient être plus fortes et durer plus longtemps que ce à quoi on s'attend actuellement. La robustesse de la croissance des crédits aux ménages et de la monnaie au sens large laisse encore voir un risque à la hausse. En outre, la pression à la baisse exercée sur l'inflation par les prix des biens importés pourrait s'atténuer plus rapidement qu'on ne l'anticipe, et les prix mondiaux des aliments et de l'énergie pourraient intensifier les pressions à la hausse sur l'inflation.

Le risque à la baisse lié à la projection de la Banque en matière d'inflation tient toujours à la possibilité d'un ralentissement de l'économie américaine plus prononcé que celui qui est déjà incorporé au scénario de référence de l'institution.

La Banque considère encore que les risques qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient désormais légèrement prépondérants.

La Banque a laissé son taux directeur inchangé à 4,25 % le 6 mars et le 24 avril. Elle juge, à l'heure actuelle, que le taux cible du financement à un jour se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC est montée à 1,9 % au premier trimestre de 2007...

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global a été supérieur au chiffre avancé dans la *Mise à jour* de janvier, passant de 1,3 % au dernier trimestre de 2006 à 1,9 % au premier trimestre de 2007. Si l'on exclut l'incidence des variations des impôts indirects, le rythme d'accroissement de cet indice se situait à 2,4 % au premier trimestre. Pour sa part, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est inscrite en hausse et s'est établie à 2,3 % au cours de la même période (Graphique 1), soit un niveau également un peu plus élevé que prévu[1].

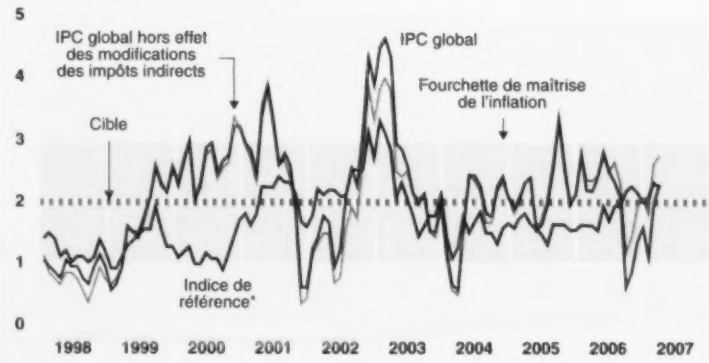
... taux qui était supérieur aux prévisions.

L'inflation mesurée par l'indice de référence monte depuis le printemps de 2006. Les pressions sur la capacité résultant de la forte demande intérieure ont contribué à accentuer les pressions inflationnistes, notamment sur les prix de composantes comme les services liés au logement et, dans une moindre mesure, des services autres que ceux liés au logement[2]. En outre, on a observé une

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

1. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.
2. Il convient de souligner qu'on ne tient pas compte de l'effet des modifications des impôts indirects dans l'analyse des variations des composantes de l'indice de référence.

légère diminution de la pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence découlant de la réduction des prix de nombreux biens à forte teneur en importations (tels que les vêtements et les biens durables autres que les automobiles).

Outre la hausse plus forte que prévu des prix de plusieurs composantes de l'indice de référence...

Au premier trimestre de 2007, le taux d'accroissement sur douze mois des prix des logements a baissé un peu plus qu'on ne l'avait envisagé au moment de la parution de la *Mise à jour* de janvier. Cependant, ce mouvement a été plus que compensé par le renchérissement supérieur aux attentes de plusieurs autres composantes de l'indice de référence. En particulier, le bond récent des cours des céréales et des oléagineux, causé en partie par l'ascension persistante de la demande de biocarburants, a fait augmenter les prix des aliments inclus dans cet indice. Les prix des vêtements importés, des biens durables autres que les automobiles et des services hors logement qui composent l'indice de référence ont aussi connu des hausses plus importantes qu'escompté.

... les prix de composantes plus volatiles ont augmenté de façon inattendue.

Le taux d'augmentation plus élevé que prévu de l'IPC global au premier trimestre de 2007 s'explique à la fois par le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé les projections et par la montée des prix de certaines des composantes plus volatiles. Les prix des fruits et des légumes ont grimpé de manière inattendue à la suite de la baisse de l'offre en Amérique du Nord occasionnée par les conditions météorologiques. L'essence s'est vendue plus cher que projeté, notamment en raison des interruptions provisoires de production chez les raffineurs de pétrole, mais aussi du relèvement des cours du brut.

L'inflation fondamentale se situe légèrement au-dessus de 2 %.

Les autres mesures de l'inflation tendancielle que suit la Banque ont également dépassé 2 %, une fois écarté l'effet des variations des impôts indirects (Graphique 2)[3].

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation à moyen et à long terme restent très près de 2 %.

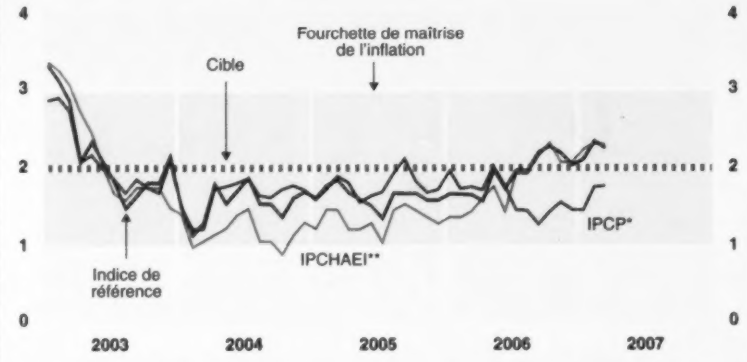
Les principaux indicateurs des attentes d'inflation à moyen et à long terme demeurent aux alentours de 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, 88 % des firmes sondées estiment que la hausse de l'IPC se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années. Étant donné la baisse temporaire de l'inflation mesurée par l'IPC qu'a entraînée la réduction de la TPS, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2007 s'inscrit légèrement en dessous de 2 %, tandis que les taux prévus à long terme restent très près de 2 %.

3. À noter que la mesure IPCP est influencée par les modifications de la TPS et des autres impôts indirects. Exclure cet effet ferait passer le taux de variation d'IPCP au-dessus de 2 %.

Graphique 2

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* Dans la mesure IPCP, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. IPCP n'exclut pas l'effet des modifications des impôts indirects.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Comme prévu, la croissance du PIB réel du Canada s'est encore ralentie au quatrième trimestre de 2006.

La croissance du PIB réel du Canada a fléchi quelque peu au second semestre de 2006, s'établissant à 2,0 % au troisième trimestre et à 1,4 % au trimestre suivant. Le chiffre du quatrième trimestre approchait de très près l'estimation de 1,5 % indiquée dans la *Mise à jour* de janvier[4], le repli des investissements en stocks ayant donné un coup de frein à l'activité (Graphique 3). La correction des stocks paraît s'être largement achevée à la fin de 2006. D'après les données disponibles actuellement, le PIB réel aurait augmenté d'environ 2,5 % au premier trimestre de 2007, ce qui avoisine la cadence de 2,4 % envisagée en janvier.

Bien qu'elle se soit tassée un peu depuis le milieu de 2006, la demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de la progression du PIB.

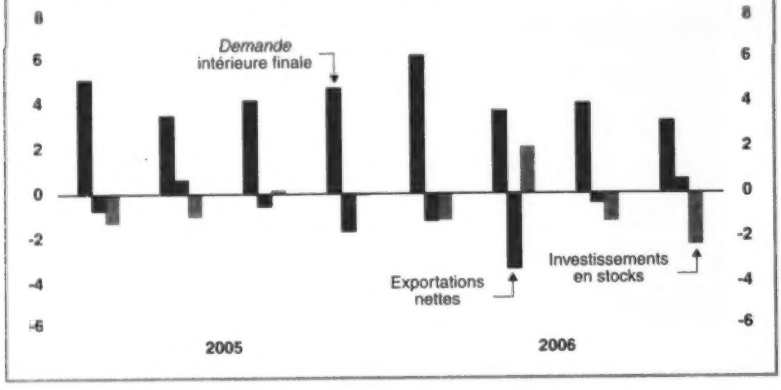
Bien que son rythme de croissance ait ralenti depuis le milieu de 2006 par rapport au solide taux enregistré durant les six premiers mois, la demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de l'expansion du PIB. Les entreprises ont encore fortement haussé leurs dépenses d'investissement, grâce à la rentabilité globale relativement élevée qu'elles affichent, aux reculs précédents des prix des machines et du matériel importés ainsi qu'au maintien de

4. Le niveau du PIB réel dépassait quelque peu les projections en raison d'une légère révision à la hausse des chiffres de la croissance au troisième trimestre.

Graphique 3

Contribution à la croissance du PIB réel

En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



conditions de financement favorables. Sous l'effet de la vive montée de l'emploi, le revenu disponible réel des particuliers a poursuivi sa progression – tout comme, par ailleurs, l'avoir net des ménages et les crédits aux ménages –, ce qui a contribué à soutenir la vigueur des dépenses de consommation. À l'inverse, le taux d'accroissement des dépenses publiques en biens et services a considérablement diminué. Pour sa part, la construction résidentielle a reculé comme prévu.

Les investissements en stocks dans les secteurs de l'économie canadienne liés à l'automobile se sont considérablement contractés...

La baisse de régime de l'économie américaine a continué de peser sur l'activité au Canada. En particulier, le faible niveau des ventes de véhicules automobiles aux États-Unis a entraîné d'importantes réductions de production au sein de l'industrie canadienne. Par conséquent, les investissements en stocks dans les secteurs de l'économie canadienne liés à l'automobile se sont nettement contractés, surtout au quatrième trimestre de 2006. En outre, la poursuite du repli marqué des investissements dans le secteur résidentiel aux États-Unis a donné lieu à une baisse des exportations canadiennes de bois d'œuvre et, dans une moindre mesure, d'autres matériaux de construction (voir la note technique 1).

... tandis que les exportations se sont redressées au second semestre de 2006.

Malgré tout, les exportations totales du Canada se sont redressées au second semestre de 2006. Celles de machines et de matériel, de métaux et de minéraux ainsi que de produits de l'agriculture et de la pêche se sont toutes fortement améliorées après le milieu de l'an dernier. Parallèlement, après s'être encore vivement accrues au troisième trimestre de 2006, les importations ont fléchi vers la fin de l'année et au début de 2007, en partie sous l'effet de la contraction des investissements en stocks des entreprises canadiennes.

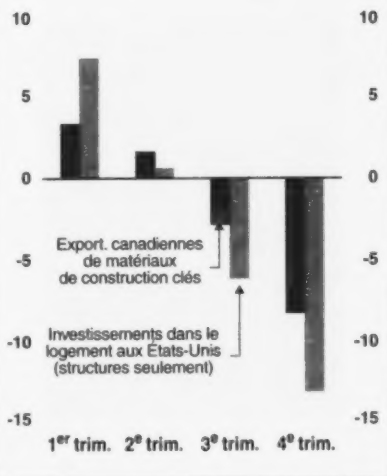
Note technique 1

L'évolution du secteur du logement aux États-Unis et son incidence sur le Canada

Après plusieurs années de croissance rapide des ventes, de forte hausse des prix et d'essor de la construction, le secteur du logement aux États-Unis a amorcé une contraction en 2006. La baisse des ventes de maisons neuves et existantes survenue en début d'année a provoqué un brusque gonflement des stocks d'unités invendues. Par conséquent, les constructeurs ont freiné les mises en chantier, ce qui s'est traduit par une chute de 13 % des investissements réels dans la construction résidentielle au cours des quatre trimestres de 2006. Les données récentes laissent entrevoir une nouvelle réduction de ces investissements. Dans son scénario de référence, la Banque prévoit un recul supplémentaire de 12 % en 2007, qui sera concentré aux deux premiers trimestres. Elle s'attend toutefois à ce que le stock de maisons neuves invendues retourne à sa moyenne de long terme au premier semestre de 2008 et à ce que les mises en chantier se redressent par la suite[1].

Les exportations canadiennes – en particulier celles de produits du bois – ont souffert de la baisse des investissements dans le logement observée aux États-Unis en 2006, car les matériaux de construction qu'on y utilise ont une teneur canadienne très élevée par rapport aux autres biens. Cependant, il ne faut pas oublier l'incidence qu'ont pu aussi avoir les variations de la compétitivité relative du Canada, les mouvements des prix et des stocks et certains facteurs propres au secteur du bâtiment, dont l'accord sur le bois d'œuvre conclu en octobre 2006. Malgré le haut degré d'incertitude lié à ces facteurs, entre autres, les analyses de la Banque portent à croire que la diminution anticipée de 12 %, en 2007, des investissements dans le secteur résidentiel américain pourrait entraîner une nouvelle chute de quelque 13 % en glissement annuel du volume des exportations canadiennes de produits de construction[2] d'ici le quatrième trimestre. Pareil recul retrancherait environ 0,3 point de pourcentage à la croissance du PIB réel du Canada en 2007. Si le repli dans le secteur du logement influe de manière significative sur les dépenses de consommation aux États-Unis, d'autres produits d'exportation seront également touchés, et l'effet sur le PIB canadien sera plus marqué.

Exportations canadiennes de matériaux de construction clés et investissements dans le logement aux États-Unis en 2006
(Glissement annuel en pourcentage)



Exportations canadiennes de matériaux de construction clés au 4e trimestre de 2006
(En dollars de 1997)

	Glissement annuel en pourcentage	Contribution à la croissance des exportations de matériaux de construction clés (en points de pourcentage)
Total	-8,2	
Produits du bois	-17,2	-7,6
Autres	-1,1	-0,6
Minéraux non métalliques	-0,7	-0,1
Métaux	-2,7	-0,6
Caoutchouc et plastiques	0,2	0,0

1. Un autre facteur à surveiller est la montée récente des taux d'arriérés et de défaillance sur les prêts hypothécaires à risque aux États-Unis, ainsi que l'augmentation du nombre des mises en vente qui en résultera. Bien que les répercussions macroéconomiques de ce facteur semblent limitées pour l'instant, les bailleurs de fonds pourraient décider de resserrer l'accès aux prêts hypothécaires, ce qui risquerait de nuire à la reprise du marché du logement.
2. La mesure des exportations canadiennes de matériaux de construction clés englobe des composantes très sensibles à l'évolution des investissements dans le secteur résidentiel aux États-Unis, mais aussi des produits pouvant être utilisés dans d'autres secteurs de l'économie américaine ou mondiale.

L'offre globale

La croissance du facteur travail a dépassé les attentes...

Au cours des dernières années, la croissance de la production a été essentiellement alimentée par la hausse du facteur travail (mesurée en fonction du nombre d'heures travaillées), plutôt que par les gains de productivité du travail. De 2004 à 2006, l'augmentation moyenne des heures travaillées dans le secteur des entreprises s'est chiffrée annuellement aux alentours de 1,8 %, soit largement au-delà des attentes. Ce résultat s'explique en majeure partie par l'élargissement de la population en âge de travailler. Au quatrième trimestre de 2006, le nombre d'heures travaillées a encore progressé sensiblement, son taux d'expansion annualisé s'étant chiffré à 1,8 %.

... alors que la hausse de la productivité du travail a été plus faible que prévu.

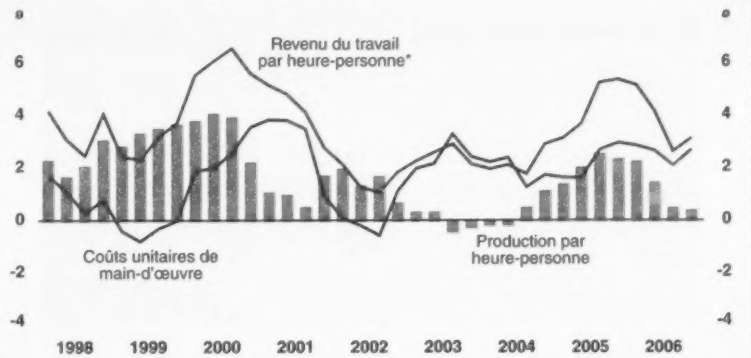
La productivité du travail dans le secteur des entreprises s'est accrue à un rythme annuel moyen de l'ordre de 1,2 % pendant la période de 2004 à 2006, ce qui représente une diminution comparativement au taux de 2,3 % enregistré entre 1996 et 2000. Les nombreux ajustements structurels entamés au sein de l'économie canadienne pour faire face à la concurrence mondiale grandissante et à la demande accrue de produits de base, laquelle a fait bondir les prix de ces produits et la valeur du dollar canadien pondérée en fonction des échanges commerciaux, pourraient avoir joué un rôle dans le ralentissement de la croissance de la productivité. En particulier, la main-d'œuvre et le capital migrent vers les secteurs de l'exploitation des matières premières ainsi que des biens et services non échangeables. Durant la période de transition, on peut raisonnablement s'attendre à ce que le capital et la main-d'œuvre soient un peu moins productifs. Par ailleurs, le redressement des cours des matières premières stimule la production de ressources dont l'extraction est plus difficile et coûteuse, ce qui bride la productivité dans ces secteurs.

La croissance de la productivité a été particulièrement lente au second semestre de 2006, la productivité mesurée ayant enregistré un gain de seulement 0,4 % au quatrième trimestre par rapport à l'année précédente (Graphique 4). Outre les facteurs mentionnés ci-dessus, cette faiblesse serait également en partie attribuable à des facteurs cycliques, notamment la correction des stocks et la léthargie plus généralisée qui sévit dans le secteur manufacturier. De plus, la productivité du secteur des services demeure inférieure aux attentes. Somme toute, l'atonie de la productivité globale reste difficile à expliquer, surtout à la lumière de la vigueur récente des investissements.

Graphique 4

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation en glissement annuel



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.
Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

Pour établir l'évolution de la capacité de production, la Banque analyse les variations de l'offre de main-d'œuvre et de la productivité du travail en les scindant selon leurs composantes tendancielles et cycliques. En se fondant sur ses mesures économétriques habituelles, la Banque estime actuellement que le taux d'accroissement moyen de la production potentielle s'est élevé à 2,6 % pour la période de 2004 à 2006, soit légèrement en deçà du taux de 2,8 à 3 % qui avait été prévu dans les projections de croissance de la production potentielle au cours de cette période. Ce ralentissement du rythme de progression de la production potentielle ces dernières années est pour une bonne part lié à la faiblesse de l'expansion de la productivité du travail, qui a neutralisé amplement la hausse plus importante qu'escompté du facteur travail.

On estime maintenant à 2,6 % le rythme d'expansion moyen de la production potentielle pour la période de 2004 à 2006.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

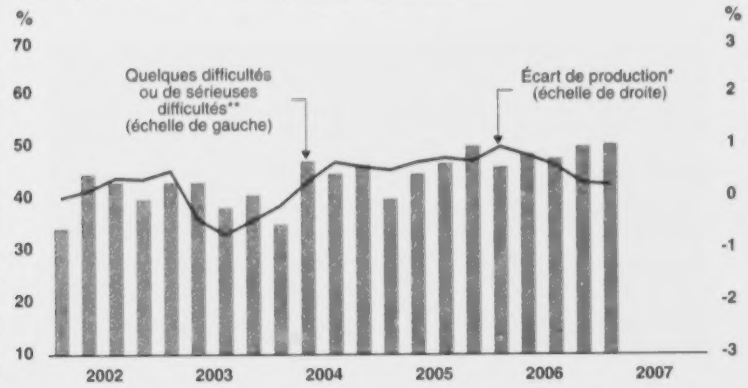
Plusieurs indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production donnent encore à penser que la demande au sein de l'économie est légèrement excédentaire. D'après l'information recueillie par les bureaux régionaux de la Banque dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises du printemps, la proportion de firmes ayant signalé qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande reste au-dessus de la moyenne (Graphique 5). Le ratio de l'emploi à la population, en mars 2007, était à son plus haut niveau des

Selon certains indicateurs, la demande au sein de l'économie est légèrement excédentaire...

31 dernières années, tandis que le taux de chômage, en février et en mars, atteignait son minimum pour la même période. Selon la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production, et qui est caractérisée par un fort degré d'incertitude, l'économie tournait à une cadence dépassant d'environ 0,2 % sa capacité au premier trimestre de 2007 (Graphique 5), soit à un régime légèrement supérieur aux prévisions annoncées dans la *Mise à jour* de janvier[5].

Graphique 5

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. Il convient de noter que la valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2007 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

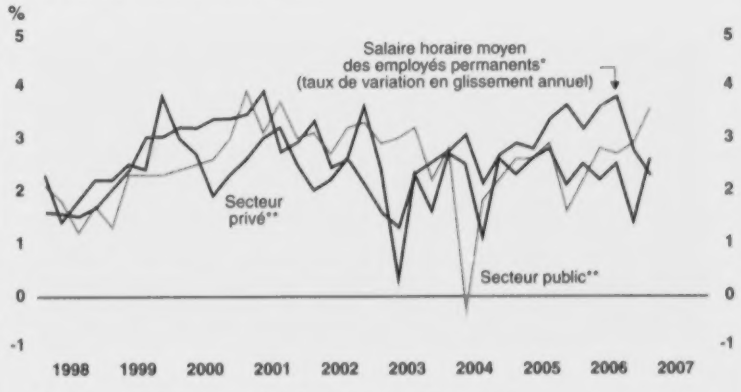
Par ailleurs, le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie, en moyenne, à un peu plus de 2 % depuis septembre 2006 conforte l'opinion selon laquelle l'économie fonctionne un peu au-dessus de sa capacité de production.

5. Cette variation est due à la légère révision à la baisse de la mesure dont la Banque se sert habituellement pour établir la capacité de production, de sorte que le taux estimé de la production potentielle, au dernier trimestre de 2006, est inférieur d'environ 0,1 % à l'estimation précédente. Comme on l'a signalé à la section précédente, ce rajustement à la baisse du niveau estimé de la capacité de l'économie découle de la faiblesse persistante de la croissance de la productivité du travail, qui n'a pas été entièrement compensée par le dynamisme observé du facteur travail.

Graphique 6

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulé dans les accords nouvellement négociés



* Source : Statistique Canada, *Information population active*
** Source : Développement des ressources humaines Canada. À noter que la valeur la plus récente est la moyenne des chiffres de janvier et de février 2007.

Cependant, d'autres indicateurs laissent entrevoir un équilibre de l'offre et de la demande, voire un léger surplus de l'offre. D'après les résultats de l'enquête de la Banque parus ce printemps, la proportion des firmes signalant des pénuries de main-d'œuvre demeure autour de la moyenne historique, en dépit d'une certaine progression par rapport à l'enquête précédente. Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada fait état de pressions inférieures à la moyenne sur l'appareil de production à compter du quatrième trimestre de 2006.

... alors que d'autres indicateurs laissent entrevoir un équilibre de l'offre et de la demande, voire un léger surplus de l'offre.

Le taux d'augmentation global sous-jacent des salaires (selon la variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tirée des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada) a chuté et se situe entre 2 1/4 et 3 % depuis le troisième trimestre de 2006 (Graphique 6). De même, le rythme de croissance sur un an d'un autre indicateur de l'évolution des salaires – soit la rémunération horaire établie selon les comptes de la productivité de Statistique Canada – a aussi faibli pour s'établir tout juste au-dessus de 3 % au quatrième trimestre de 2006 (Graphique 4)[6].

6. La réduction marquée des augmentations salariales annuelles moyennes consenties aux employés syndiqués du secteur privé au quatrième trimestre de 2006 est principalement due aux accords négociés dans le secteur du commerce de détail.

Compte tenu des très faibles gains de productivité observés, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre au quatrième trimestre de 2006 a été de 2,7 % en glissement annuel. Les hausses récentes des salaires se situant entre 2 1/4 et 3 % et le rythme tendanciel de progression de la productivité étant estimé à environ 1 % en 2006, le taux d'accroissement sous-jacent des coûts unitaires de main-d'œuvre semble avoir été moindre, soit tout juste inférieur à 2 %.

Le Conseil de direction considère que l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2007.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2007.

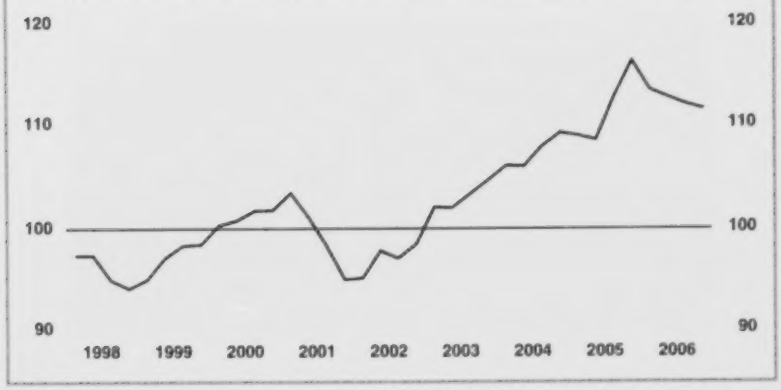
Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange

Les termes de l'échange du Canada ont connu une autre réduction pendant la seconde moitié de 2006, à cause du léger recul des prix des produits de base énergétiques après le milieu de l'année (Graphique 7). Par conséquent, le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) est passé de 3,0 % au deuxième trimestre de 2006 à 0,5 % au quatrième trimestre (Graphique 8). Le ralentissement de la croissance annuelle du PIB nominal s'est donc accentué, celui-ci n'ayant augmenté que de 2,8 % pendant l'année achevée au dernier trimestre de 2006.

Graphique 7

Termes de l'échange

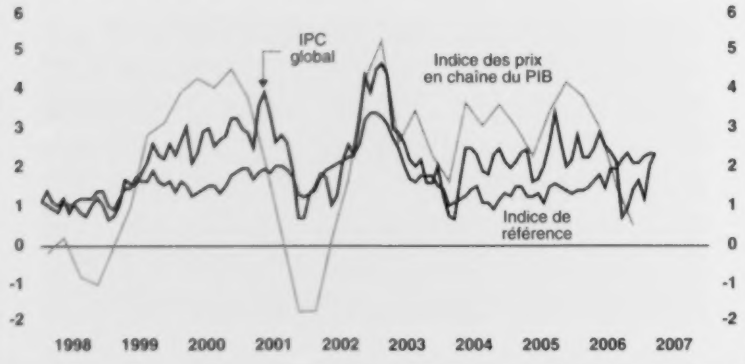
Rapport entre le prix des exportations et celui des importations (1997 = 100)



Graphique 8

Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global

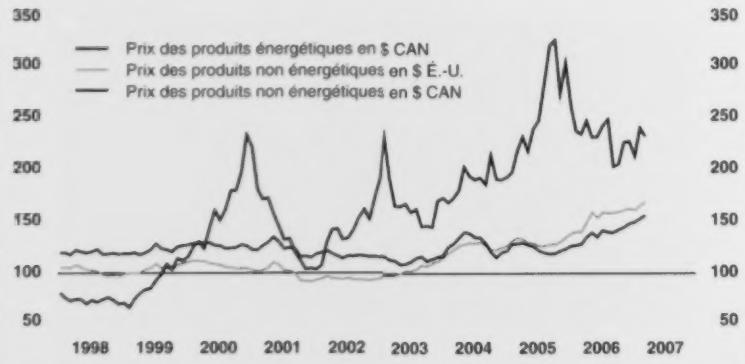
Taux de variation en glissement annuel



Graphique 9

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982-1990 = 100



Les prix des produits de base non énergétiques continuent d'augmenter depuis la mi-janvier...

La croissance de la demande mondiale de produits de base continue d'être soutenue par la vitalité de l'économie du globe, particulièrement des économies de marché émergentes, à commencer par la Chine et l'Inde. Ce dynamisme, combiné aux retards qu'ont accusés plusieurs projets d'envergure visant à accroître l'offre sur le marché, a entraîné d'autres augmentations des cours mondiaux de nombreux produits de base non énergétiques depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier (Graphique 9).

... tout comme le cours du pétrole brut.

Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui se situait à quelque 53 dollars É.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de janvier, s'est chiffré en moyenne à 63 dollars É.-U. durant la période de dix jours qui s'est terminée le 20 avril 2007. Ce renchérissement est principalement dû à la reprise de la demande en Amérique du Nord, par suite du retour de conditions climatiques hivernales plus proches de la normale, ainsi qu'à une légère hausse de l'incertitude géopolitique. Les prix du gaz naturel ont aussi un peu monté par rapport à leur niveau de janvier.

Ce récent relèvement des cours de la plupart des produits de base devrait donner lieu à une amélioration des termes de l'échange du Canada tôt en 2007 et donc à une expansion un peu plus vive du PIB nominal. Cette progression plus rapide du revenu nominal devrait contribuer à son tour à stimuler la hausse des bénéfices des sociétés et des revenus des administrations publiques à court terme.

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

L'économie mondiale est encore marquée par des niveaux élevés d'épargne souhaitée comparativement aux investissements désirés. Ce facteur a contribué à créer un contexte financier caractérisé par de bas taux d'intérêt à long terme et par une forte propension des investisseurs à prendre des risques, comme en témoigne l'étroitesse des écarts de risque. Par ailleurs, les marchés boursiers et les émissions de titres de dette ont connu un vif essor à l'échelle internationale. En février et mars, de nombreux marchés ont vu à la fois leur volatilité et leurs primes de risque augmenter, mais depuis, celles-ci sont en grande partie revenues à leurs niveaux antérieurs, historiquement bas. La principale exception est le marché américain des prêts hypothécaires à risque, où certaines difficultés persistent et où une nouvelle détérioration de la situation n'est pas à exclure.

Les taux directeurs et les taux de change

Au Canada, les marchés financiers ne s'attendent à aucune modification du taux directeur en 2007.

Au Canada et aux États-Unis, les taux directeurs sont inchangés depuis le milieu de 2006 (Graphique 10). Les taux d'intérêt à court terme chez nos voisins du sud reflètent les anticipations d'une légère baisse du taux des fonds fédéraux dans la deuxième moitié de 2007. Au Canada, les attentes des marchés qui ressortent des taux d'intérêt à court terme n'impliquent aucune modification du taux directeur cette année.

Face au dynamisme soutenu de leurs économies, plusieurs banques centrales, dont celles de l'Angleterre, de l'Union européenne et du Japon, ont continué de relever leurs taux directeurs depuis le début de l'année. Les marchés financiers s'attendent à ce que ces institutions resserrent encore leur politique monétaire pendant le reste de 2007 et au début de 2008.

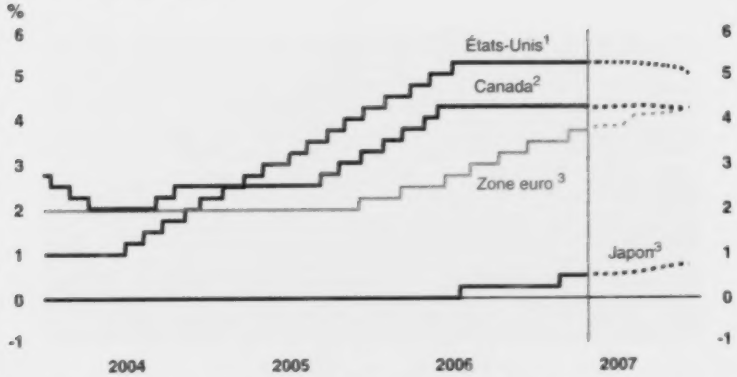
La vigueur récente du dollar canadien tient à plusieurs facteurs.

Au premier trimestre de 2007, le cours du dollar canadien a évolué à l'intérieur de la fourchette d'environ 84,5 à 87,5 cents É.-U. supposée dans la projection dont faisait état la *Mise à jour* de janvier (Graphique 11). Il dépasse toutefois cette fourchette depuis le début d'avril, et ce, en raison de plusieurs facteurs, dont le renchérissement des produits de base et la publication de données économiques relativement plus favorables au Canada qu'aux États-Unis.

Graphique 10

Taux directeurs et taux d'intérêt à terme*

Données quotidiennes



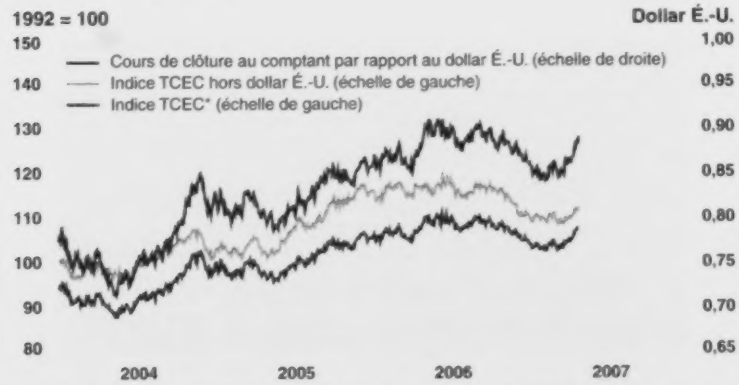
* Les traits pleins représentent les taux d'intérêt officiels, et les pointillés les taux d'intérêt à terme implicites sur le marché des fonds à un jour. Aucune correction n'a été apportée en vue de tenir compte des primes de terme.

1. Les taux à terme américains sont fondés sur les prix des contrats à terme sur fonds fédéraux.
2. Les taux à terme canadiens sont basés sur le rendement des acceptations bancaires et des contrats à terme sur acceptations bancaires de trois mois (BAX).
3. Les taux à terme dans la zone euro et au Japon sont fondés sur un taux implicite établi à partir des chiffres du marché des swaps indexés sur le taux à un jour du pays ou bloc de pays considéré.

Graphique 11

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis



* L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCEC, comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois.

Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière

La rentabilité des entreprises au Canada demeure robuste. Les bilans des sociétés non financières du pays continuent de s'améliorer, grâce à des bénéfices en hausse. Le secteur financier a aussi enregistré des profits considérables depuis la publication du *Rapport* d'octobre.

Les conditions du crédit aux entreprises restent souples.

Dans ce contexte, les conditions du crédit aux entreprises restent souples (Graphique 12). Malgré leurs bénéfices élevés, qui ont contenu la demande de crédit, les entreprises ont vu leurs emprunts progresser depuis janvier à une cadence proche de la moyenne historique, ce qui s'explique en partie par des besoins accrus de financement à court terme liés aux fusions et acquisitions ainsi qu'à de solides dépenses d'investissement. Les perspectives favorables concernant l'économie mondiale contribueront sans doute à la forte rentabilité des entreprises canadiennes. Dans la mesure où les écarts de crédit restent faibles, ces dernières devraient pouvoir encore obtenir facilement du crédit à l'appui de leurs investissements.

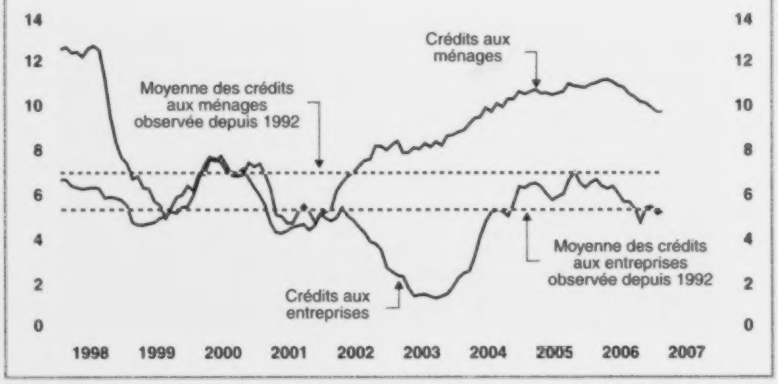
Grâce à leur bonne santé financière et à la hausse des prix des maisons, les ménages peuvent emprunter pour financer leurs dépenses.

La croissance du crédit aux ménages se poursuit à un rythme bien supérieur à la moyenne historique (Graphique 12), en raison notamment de l'octroi de prêts garantis par la valeur nette des propriétés. Le renchérissement des maisons a eu pour effet d'accroître l'avoir net des ménages et de favoriser l'accès à un crédit moins coûteux. Le volume total des nouveaux emprunts garantis par la valeur nette des propriétés a triplé depuis 2001 (Note technique 2), ce qui a concouru à la vigueur des dépenses des

Graphique 12

Crédits aux entreprises et aux ménages

Taux de variation en glissement annuel



Note technique 2

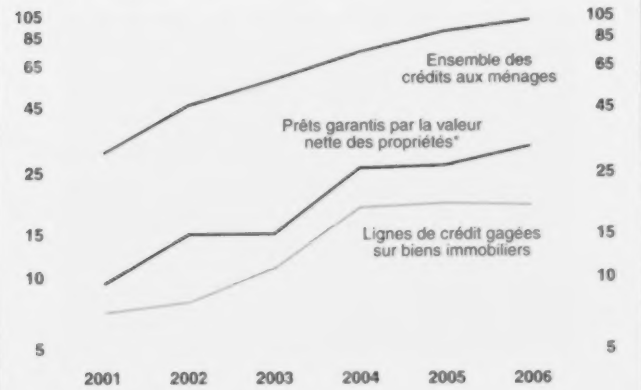
L'évolution des prêts garantis par la valeur nette des propriétés au Canada

Les propriétaires peuvent tirer parti des hausses de la valeur nette de leurs logements pour augmenter leurs emprunts adossés à des biens immobiliers. Deux options s'offrent essentiellement à eux : recours à une ligne de crédit gagée sur l'avoir propre foncier ou refinancement hypothécaire visant à accroître le montant de leur prêt immobilier.

Il n'existe pas de source d'information unique sur l'encours total des prêts garantis par la valeur nette des propriétés au Canada. Les données à ce sujet doivent donc être recoupées auprès de plusieurs sources. Les estimations du personnel de la Banque concernant les lignes de crédit gagées sur des biens immobiliers – dont les prêts accordés par les banques commerciales et les autres institutions financières – se fondent sur les données de l'institution relatives au crédit et sur les résultats d'une enquête menée auprès des ménages par Ipsos Reid, une entreprise spécialisée dans les études de marché. Les sommes supplémentaires tirées de refinancements hypothécaires ont été estimées à l'aide de données d'enquête produites par le cabinet de services-conseils Altus Clayton.

Évolution des crédits aux ménages

Milliards de dollars (échelle logarithmique)



* Total des prêts consentis dans le cadre d'un refinancement hypothécaire ou sous la forme d'une ligne de crédit gagée sur des biens immobiliers

Graphique 13

Croissance de M1+ et de M2++

Taux de variation en glissement annuel

Nota : Les agrégats M1+ et M2++ ont été corrigés afin d'en exclure les actifs détenus dans les fonds clones.

ménages pendant cette période. Depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier, la hausse des prix des logements a ralenti quelque peu, mais le crédit aux ménages a conservé son dynamisme grâce aux augmentations passées.

Malgré la montée de l'endettement, la santé financière des ménages est encore bonne; le ratio du service de la dette est relativement bas pour l'ensemble du secteur, et la proportion de ménages vulnérables est faible[7]. Le solide bilan financier des ménages, conjugué à des conditions d'emploi et de financement propices, donne à penser que la forte croissance du crédit continuera d'alimenter les dépenses des ménages.

L'expansion des agrégats monétaires demeure vigoureuse.

La vive expansion des agrégats monétaires se poursuit depuis janvier (Graphique 13). La croissance de l'agrégat monétaire au sens large (M2++) cadre avec le scénario suivant lequel l'inflation mesurée par l'indice de référence se situera un peu au-dessus de 2 % à la fin de 2007 et au début de 2008. Le taux implicite d'inflation résultant de l'écart entre le rendement des obligations à rendement nominal et celui des obligations à rendement réel du gouvernement a quelque peu augmenté. Des facteurs techniques, telle la liquidité, rendent toutefois difficile l'interprétation de cet écart.

7. Voir le dossier intitulé « Une analyse de la situation financière du secteur des ménages effectuée à l'aide de microdonnées », rédigé par Faruqui, Lai et Traclet, et publié dans la livraison de décembre 2006 de la *Revue du système financier*, pages 11 à 18.

4. LES PERSPECTIVES

L'expansion future de la production potentielle dans les grands pays industriels se ressentira de l'évolution démographique.

La présente section fait état du scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne pour la période se terminant à la fin de 2009. Les projections tablent sur une résorption lente et ordonnée des déséquilibres mondiaux, laquelle suppose l'adoption de nouvelles mesures propres à favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels. La Banque fait également l'hypothèse que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme aux cours actuels des contrats à terme et que le taux de change du dollar canadien se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de 86,5 à 89,5 cents É.-U. observée depuis le début d'avril. Comme la période de projection s'étend maintenant jusqu'à 2009, les effets démographiques liés au vieillissement de la main-d'œuvre commencent à entrer en ligne de compte et nous obligent à diminuer légèrement notre estimation du taux d'accroissement de la production potentielle au Canada, mais aussi dans de nombreux autres pays industrialisés[8]. La section se termine par une analyse des risques pesant sur le scénario de référence.

La conjoncture internationale

L'essor de l'activité demeure vigoureux dans les principales économies d'outre-mer...

Depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier, l'essor de l'économie mondiale a été un peu plus vif que prévu, la modération du rythme d'augmentation du PIB réel aux États-Unis ayant été largement compensée par une croissance supérieure aux attentes en dehors de l'Amérique du Nord. À mesure que les capacités excédentaires à l'échelle du globe se résorberont et que la politique monétaire se resserrera, cette expansion vigoureuse devrait toutefois se ralentir et passer de 5,3 % en 2006 à 4,8 % en 2007 et 2008, puis à 4,6 % en 2009 (Tableau 1). Ces chiffres dépassent légèrement ceux avancés dans le *Rapport* d'octobre et la *Mise à jour* de janvier.

8. L'incidence négative du vieillissement de la population sur la croissance de l'offre de main-d'œuvre devrait se faire sentir à des périodes et à des degrés différents dans les diverses économies avancées. Aux États-Unis, par exemple, les premiers baby-boomers deviendront admissibles à des prestations de retraite en 2008, et l'on s'attend par conséquent à ce que la contribution de la main-d'œuvre à la croissance potentielle diminue dans les années à venir. L'évolution du profil de la population en âge de travailler devrait aussi se traduire par une réduction du taux d'augmentation de la production potentielle dans les grands pays d'outre-mer, quoique celle-ci pourrait être compensée en partie par des gains au chapitre de la productivité du travail, obtenus grâce à l'intensification du capital et à l'adoption de technologies plus efficientes. Voir la Note technique 3 pour un examen de l'incidence des facteurs démographiques sur la croissance tendancielle du facteur travail au Canada.

Tableau 1 Projection relative à la croissance mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) et contribution, en points de pourcentage, à la croissance économique[b]			
		2006	Projection		
			2007	2008	2009
États-Unis	20	3,3 [0,66]	2,1 [0,42]	2,8 [0,56]	3,1 [0,62]
Union européenne	19	2,8 [0,52]	2,3 [0,42]	2,2 [0,40]	2,2 [0,40]
Japon	6	2,2 [0,14]	2,3 [0,15]	1,9 [0,12]	1,8 [0,12]
Chine et ENI[c] d'Asie	19	9,7 [1,82]	9,0 [1,68]	8,6 [1,60]	8,2 [1,53]
Autres pays	36	6,0 [2,17]	5,9 [2,15]	5,7 [2,07]	5,3 [1,92]
Ensemble du monde	100	5,3	4,8	4,8	4,6

a. La part de chaque pays est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2005. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2006
b. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.
c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.
Source : Banque du Canada

On prévoit que l'expansion économique restera soutenue au Japon et dans les grands pays européens durant la période de projection, et qu'elle sera alimentée davantage par la consommation intérieure et la demande d'investissement que par les exportations nettes. Les perspectives de croissance des pays à marché émergent demeurent aussi très fortes pour la même période, en particulier dans les cas de la Chine et de l'Inde.

... mais on s'attend à ce que le ralentissement aux États-Unis dure plus longtemps que prévu.

Aux États-Unis, on s'attend à ce que le ralentissement de l'économie américaine en 2007 dure plus longtemps qu'on ne l'avait envisagé dans la *Mise à jour* de janvier. Par conséquent, le taux d'augmentation du PIB américain devrait descendre à 2,1 % cette année, avant de remonter à 2,8 % en 2008 et à 3,1 % en 2009. La révision à la baisse du chiffre prévu pour 2007 (2,1 % actuellement, plutôt que 2,5 % dans la *Mise à jour* de janvier) est attribuable en bonne partie au repli plus prolongé des investissements dans le secteur résidentiel et à l'affaiblissement des investissements des entreprises. On prévoit maintenant que le rythme d'accroissement de la production potentielle aux États-Unis, qui a avoisiné 3 % ces dernières années, se situera un peu en dessous de ce niveau au cours de la période 2007-2009.

Le taux d'augmentation du PIB américain ayant glissé bien en deçà de celui de la production potentielle depuis le milieu de 2006, une offre excédentaire a commencé à apparaître aux États-Unis. L'inflation tendancielle devrait donc diminuer progressivement

dans ce pays, mais moins rapidement qu'on ne l'avait d'abord escompté. Le rythme d'expansion de l'économie remontera probablement à un niveau proche de celui de la production potentielle d'ici la fin de 2007, à la faveur de l'arrivée à terme du processus d'ajustement des stocks dans le secteur manufacturier et de la dissipation de l'effet de freinage dû à la faiblesse des investissements dans le logement et des investissements des entreprises.

Pendant la période de projection, le dynamisme des dépenses des ménages américains devrait se modérer à mesure que l'épargne regagnera un niveau plus soutenable. La dépréciation que le billet vert a connue en termes effectifs réels depuis 2002, combinée au recul supplémentaire d'environ 8 % prévu au cours de la période considérée, continuera vraisemblablement de stimuler les exportations nettes des États-Unis[9]. On s'attend à ce que les exportations soient également soutenues par la forte demande étrangère, ce qui concourra à réduire graduellement le déficit courant du pays.

Les prix des contrats à terme sur les marchés de l'énergie sont plus hauts qu'en janvier.

Les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel à l'horizon de projection sont supérieurs à ceux qui étaient envisagés en janvier (Graphique 14). Ils indiquent que le prix du baril de brut, qui avoisine les 63 dollars É.-U. en ce moment, montera à 70 dollars É.-U. d'ici le début de 2008, puis se maintiendra à ce niveau jusqu'à la fin de 2009.

Les cours des produits de base non énergétiques devraient rester relativement élevés, puis se replier un peu.

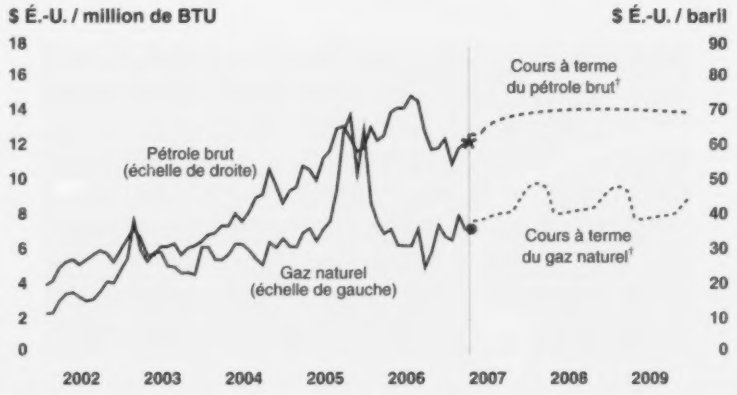
L'indice des prix des produits de base non énergétiques est élevé et devrait rester supérieur au niveau projeté en janvier, avant de se replier graduellement au cours de la période. Les cours des métaux, en particulier, sont dopés pour le moment par une demande mondiale vigoureuse, mais ils devraient perdre lentement du terrain à mesure que s'accroîtront les capacités de production à l'échelle du globe. Il est probable que les prix du bois d'œuvre s'inscriront en baisse durant le reste de l'année, compte tenu de l'atonie anticipée de l'activité sur le marché du logement aux États-Unis. Par contre, on prévoit que les prix des céréales et des oléagineux se maintiendront à un niveau élevé quelque temps encore, grâce au vif essor de la demande de biocarburants.

9. Dans sa livraison d'avril 2006 du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque avait pris pour hypothèse une dépréciation de 7 % du dollar É.-U. en termes effectifs réels pour la période 2007-2008. Depuis, le billet vert a perdu environ 3 % de sa valeur. Les projections de la Banque concernant l'économie américaine courent maintenant jusqu'à la fin de 2009.

Graphique 14

Cours au comptant et cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut (20 avril 2007)
• Cours au comptant du gaz naturel (20 avril 2007)
† Prix moyen des contrats à terme sur les dix jours se terminant le 20 avril 2007

La demande et l'offre globales au Canada

La demande intérieure finale devrait être le principal moteur de l'expansion au Canada.

Au Canada, la demande intérieure finale devrait demeurer le principal moteur de la croissance durant la période de projection. Son rythme d'expansion sera solide, quoique plus modéré qu'en 2005 et 2006 (Tableau 2).

La Banque prévoit que les dépenses de consommation progresseront à une cadence robuste pendant la période considérée, à la faveur de nouveaux gains au chapitre du revenu réel disponible et de l'augmentation de l'avoir net des ménages. Après avoir atteint un très haut niveau l'an dernier, les investissements dans le secteur du logement devraient quant à eux reculer légèrement en 2007 et 2008, puis se stabiliser en 2009.

On s'attend à ce que la progression des investissements des entreprises reste robuste et s'établisse à un peu plus de 5 % en moyenne en 2007 et 2008. Parmi les facteurs qui alimenteront une hausse supplémentaire des dépenses d'investissement cette année et l'an prochain, signalons les pressions s'exerçant à court terme sur la capacité de production, la perspective d'un essor assez vigoureux de l'économie mondiale et d'un niveau élevé des cours de la plupart des produits de base, la persistance de conditions financières favorables ainsi que la forte rentabilité des entreprises en général, associée à la grande solidité de leurs bilans. Par contre,

Tableau 2 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

En points de pourcentage*

	2006	2007	2008	2009
Consommation	2,2	1,8 (1,7)	1,6 (1,7)	1,7
Logement	0,2	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)	0
Administrations publiques	0,8	0,6 (0,7)	0,7 (0,7)	0,6
Investissements fixes des entreprises	1,1	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)	0,4
Total partiel : demande intérieure finale	4,3	3,0 (3,0)	2,7 (2,8)	2,7
Exportations	0,5	0,4 (0,5)	1,3 (1,1)	1,0
Importations	-1,7	-1,3 (-1,3)	-1,3 (-1,1)	-1,0
Total partiel : exportations nettes	-1,2	-0,9 (-0,8)	0 (0)	0
Stocks	-0,4	0,1 (0,1)	0 (0)	0
PIB	2,7	2,2 (2,3)	2,7 (2,8)	2,7

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de janvier.

les dépenses d'investissement dans le secteur des hydrocarbures devraient fléchir un peu à court terme, en raison d'un assombrissement des perspectives en matière de forage gazier. En 2009, la croissance globale des investissements faiblira vraisemblablement sous l'effet du tassement anticipé de l'activité à l'échelle mondiale et de la baisse des prix des matières premières non énergétiques.

Le scénario de référence suppose que les budgets des administrations publiques seront équilibrés tout au long de la période de projection, et que la croissance réelle des dépenses publiques en biens et services déclinera pour se chiffrer à un peu moins de 3 % en moyenne d'ici la fin de 2009.

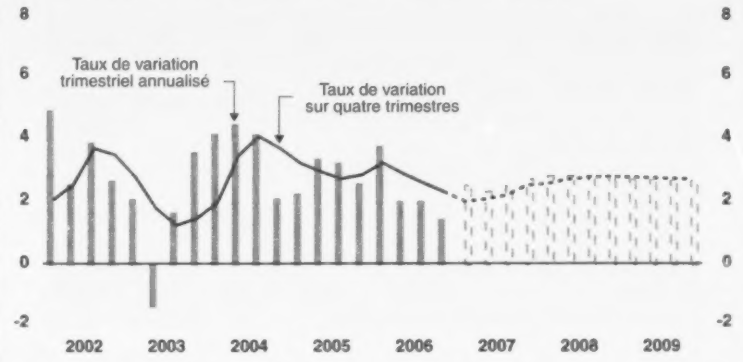
On s'attend à ce que les exportations nettes continuent de brider la croissance jusqu'à la fin de 2007.

Comme la progression de la demande intérieure américaine marquera le pas jusqu'au milieu de 2007, on estime que les exportations canadiennes s'inscriront en léger recul au premier semestre de 2007. Elles devraient toutefois se redresser pendant le reste de la période de projection sous l'impulsion d'une relance de l'activité aux États-Unis. Parallèlement, de nouvelles hausses substantielles des investissements en machines et en matériel contribueront sans doute au maintien du dynamisme des importations tout au long de 2007 et 2008. Par conséquent, la Banque prévoit qu'en 2007, les exportations nettes brideront la croissance globale un peu plus qu'elle ne l'avait envisagé dans la *Mise à jour* de janvier, mais que cet effet s'atténuera en cours d'année.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que l'activité économique s'accélérera en 2007 et que le taux de croissance trimestriel

Graphique 15

Produit intérieur brut du Canada en termes réels*



* La ligne et les colonnes en pointillé correspondent aux taux de croissance projetés dans le scénario de référence.

se situera en moyenne un peu en deçà de 2 1/2 % au premier semestre et tout juste au-dessus de 2 1/2 % au second semestre (Graphique 15). Ces projections impliquent une progression au taux annuel moyen de 2,2 %, une croissance légèrement inférieure à celle avancée dans la *Mise à jour* de janvier et qui s'explique dans une large mesure par l'influence de la détérioration des perspectives économiques aux États-Unis sur le rythme d'expansion des exportations canadiennes. En 2008 et en 2009, la croissance du PIB devrait atteindre 2,7 %.

Le taux d'accroissement du PIB canadien devrait s'établir à 2,2 % en 2007 et à 2,7 % en 2008 tout comme en 2009.

Le scénario de référence élaboré pour le Canada table sur un taux d'augmentation de la production potentielle inchangé, 2,8 %, tant pour 2007 que pour 2008[10]. Pour ce qui est de 2009, par contre, la Banque fait l'hypothèse que la croissance de l'offre de main-d'oeuvre reculera de seulement 0,1 point de pourcentage par rapport au taux de 1 1/4 % anticipé en 2007 et 2008, d'où une progression de la production potentielle d'environ 2,7 %. Cette réduction de 0,1 point du taux de croissance potentiel de l'économie en 2009 reflète l'opinion du Conseil de direction quant à l'incidence qu'aura la hausse du nombre de départs à la retraite sur la population active, au moment où les premiers baby-boomers atteindront le début de la soixantaine (voir la Note technique 3)[11].

10. Ce chiffre traduit le maintien de l'hypothèse d'un taux d'accroissement tendanciel de 1 1/2 % de la productivité du travail et de 1 1/4 % du facteur travail.

11. La Note technique 3 décrit les estimations de la hausse tendancielle du facteur travail établies d'après les modélisations de la Banque. Ces estimations, ainsi que les jugements portés sur les implications de plusieurs facteurs qui ne sont pas pris en compte dans le modèle estimé, sont à l'origine des hypothèses formulées par le Conseil de direction concernant la croissance tendancielle de l'offre de main-d'œuvre.

Note technique 3

L'estimation du taux de croissance tendanciel du facteur travail

Au cours des deux prochaines années, les membres les plus âgés de la cohorte des baby-boomers – les personnes nées entre 1946 et 1964 – atteindront 62 ans, soit l'âge moyen de la retraite au Canada. Il en résultera une pression à la baisse sur le rythme de progression de l'offre de main-d'œuvre et, partant, sur celui de la production potentielle au cours des décennies à venir.

Depuis 1980, la croissance du facteur travail a compté pour un peu plus de la moitié de celle du PIB réel[1]. L'accroissement du facteur travail s'explique surtout par l'augmentation de la population en âge de travailler et la forte élévation du taux d'activité des femmes, deux facteurs qui ont été contrebalancés en partie par une diminution tendancielle du nombre d'heures travaillées.

Le personnel de la Banque a estimé la croissance tendancielle du facteur travail pour la décennie à venir en combinant les projections de Statistique Canada sur la population en âge de travailler avec des modèles de prévision de la durée moyenne de la semaine de travail et du taux d'emploi de la population active. Statistique Canada projette que la croissance de la population en âge de travailler commencera à ralentir en 2007, et que cette décélération se poursuivra durant les dix prochaines années en raison de l'incidence cumulative des réductions passées du taux national de fécondité (Graphique A)[2]. Selon les modélisations effectuées à la Banque, le nombre moyen d'heures travaillées restera relativement stable pendant la prochaine décennie. En s'appuyant sur un modèle de cohortes[3], le personnel de la Banque estime que le taux d'emploi tendanciel global s'est mis à reculer en 2006 sous l'effet de la proportion accrue, au sein de la population active, d'individus âgés de 62 ans et plus, dont le taux d'emploi moyen est inférieur à celui des travailleurs plus jeunes (Graphique B). Par ailleurs, cette analyse donne à penser que la hausse récente du taux d'emploi des femmes de 55 ans et plus est essentiellement un phénomène structurel appelé à se poursuivre dans les années à venir, et qui devrait ainsi contribuer à modérer la chute du taux d'emploi global.

Sur la base de ses modélisations, la Banque estime donc que le taux de croissance tendanciel du facteur travail, qui s'est établi à 1,5 % pour la période 2004-2006, descendra à 1,1 % pour la période 2007-2009, puis à 0,6 % pour celle de 2013-2015.

Plusieurs facteurs susceptibles de compenser en partie le repli anticipé du taux d'emploi ne sont pas pris en compte dans le modèle. Par exemple, à mesure que le bassin de main-d'œuvre diminuera, les employeurs et les administrations publiques pourraient prendre de nouvelles mesures pour réduire ou éliminer les obstacles qui dissuadent les travailleurs de rester actifs au-delà de l'âge normal de la retraite. De même, l'amélioration continue de l'état de santé général et de l'espérance de vie de la population ainsi que la part grandissante d'emplois peu exigeants physiquement pourraient élever le taux d'emploi chez les travailleurs plus âgés. En outre, dans la mesure où les conjoints décident ensemble du moment de leur départ à la retraite, l'augmentation postulée du taux d'emploi chez les femmes plus âgées pourrait avoir des retombées favorables sur celui des hommes du même groupe d'âge (encore qu'elle pourrait aussi avoir l'effet inverse). Enfin, il se peut que la contraction projetée de l'offre de main-d'œuvre fasse progresser le salaire réel, ce qui pourrait amener davantage de jeunes à entrer sur le marché du travail et inciter les moins jeunes à prendre leur retraite plus tard. Pour toutes ces raisons et d'autres encore, une évaluation éclairée de l'évolution tendancielle probable de l'offre de main-d'œuvre dans l'avenir ne saurait s'appuyer exclusivement sur les estimations issues de modèles et implique une part de jugement.

---

1. La croissance de la production réelle peut être ventilée entre croissance de la productivité du travail et croissance du facteur travail. Cette dernière peut à son tour être décomposée en trois éléments, à savoir la progression de la population en âge de travailler, la variation du taux d'emploi de la population active et la variation de la durée moyenne de la semaine de travail. Le taux d'emploi de la population active est calculé en divisant le nombre de personnes ayant un emploi par la population active. La croissance tendancielle du facteur travail est déterminée par celle de l'offre de main-d'œuvre.
2. Le personnel de la Banque s'est fondé sur le scénario moyen des projections démographiques de Statistique Canada pour estimer la taille et la composition futures de la population en âge de travailler. Pour de plus amples renseignements au sujet des hypothèses qui sous-tendent ces projections, voir Statistique Canada (2005), *Projections démographiques pour le Canada, les provinces et les territoires*.
3. Le modèle servant à la projection du taux d'emploi tendanciel tient compte de l'évolution de la demande de travail, des effets d'âge, des effets de richesse, de l'incidence du régime d'assurance-emploi et d'un effet de cohorte de naissance pour les femmes. Une description plus détaillée de ce modèle sera présentée dans un article à paraître dans la *Revue de la Banque du Canada*.

Composantes de la croissance tendancielle du facteur travail au Canada (d'après les modélisations de la Banque)

	Taux de croissance tendanciel du facteur travail	Croissance de la population en âge de travailler selon Statistique Canada	Taux d'emploi tendanciel	Moyenne hebdomadaire des heures travaillées (en tendance)
1998-2000	1,6	1,2	61,1	34,3
2001-2003	1,9	1,4	62,2	34,2
2004-2006	1,5	1,4	62,7	34,1
2007-2009	1,1	1,2	62,5	34,1
2010-2012	0,9	1,0	62,3	34,1
2013-2015	0,6	0,9	61,8	34,1

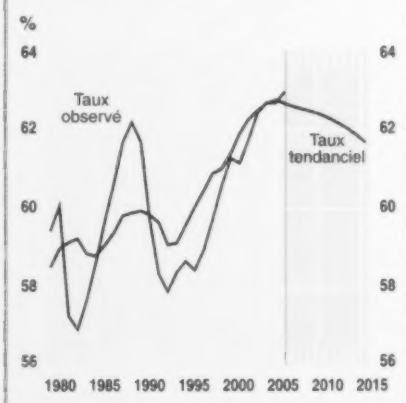
Graphique A

Contribution à la croissance tendancielle du facteur travail

(en glissement annuel)

Graphique B

Taux d'emploi observé et taux d'emploi tendanciel au Canada



Ces profils de croissance du PIB et de la production potentielle impliquent que l'économie retournera à son plein potentiel au second semestre de 2007 et y demeurera jusqu'à la fin de la période de projection. Dans ce scénario de référence, ce sont surtout la décélération récente et la reprise ultérieure de l'activité américaine qui permettent de rétablir et de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au Canada.

Les perspectives en matière d'inflation

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescende à 2 % d'ici la fin de 2007.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence restera au-dessus de 2 % au cours des prochains mois, mais qu'elle redescendra à 2 % d'ici la fin de 2007 et demeurera à ce niveau jusqu'à la fin de la période de projection (Tableau 3). Les attentes d'inflation à moyen et à long terme étant solidement ancrées, la projection portant sur l'inflation traduit en grande partie l'influence combinée de l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de l'évolution des prix relatifs. La demande excédentaire enregistrée à la fin de 2006 et au début de 2007, conjuguée au

Tableau 3 Résumé des projections selon le scénario de référence*

	2006	2007			2008	2009
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	2e sem.		
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés)**	**1,4** *(1,5)*	**2,5** *(2,4)*	**2,3** *(2,6)*	**2,6** *(2,8)*	**2,8** *(2,9)*	**2,7**
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	**2,3** *(2,3)*	**2,0** *(1,9)*	**2,1** *(2,1)*	**2,4** *(2,5)*	**2,7** *(2,8)*	**2,7**
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	**2,2** *(2,2)*	**2,3** *(2,1)*	**2,2** *(2,0)*	**2,1** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0**
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	**1,3** *(1,3)*	**1,9** *(1,2)*	**1,9** *(1,0)*	**2,6** *(1,7)*	**2,1** *(2,0)*	**2,0**
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	**1,8** *(1,8)*	**2,4** *(1,7)*	**2,4** *(1,5)*	**2,6** *(1,7)*	**2,1** *(2,0)*	**2,0**
WTI*** (niveau)	**60** *(60)*	**58** *(56)*	**64** *(58)*	**68** *(61)*	**70** *(63)*	**70**

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.
** Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
*** L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 20 avril 2007.

renchérissement attendu des aliments inclus dans l'indice de référence, devrait contribuer à garder l'inflation mesurée par cet indice au-dessus de 2 % à brève échéance. Mais deux facteurs devraient ramener le taux d'accroissement de l'indice de référence à 2 %, malgré l'atténuation anticipée de la pression à la baisse exercée par les prix à l'importation. D'une part, on s'attend à ce que la pression à la hausse attribuable au fait que l'économie tourne légèrement au-delà de son potentiel se dissipe, étant donné que la demande excédentaire devrait s'être résorbée au deuxième semestre de 2007. D'autre part, on prévoit que l'effet considérable des hausses des prix des logements sur l'inflation continuera de s'amenuiser.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait revenir à 2 % d'ici le milieu de 2008 et s'y maintenir durant le reste de la période de projection.

La trajectoire projetée du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global reflète à la fois la légère montée prévue de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2007 et les attentes concernant les prix de l'énergie, ainsi que les modifications des impôts indirects. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir à 1,9 % au deuxième trimestre de 2007. Comme l'incidence directe de la baisse de la TPS cessera de se faire sentir en juillet 2007, que les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel suivent une courbe ascendante et que l'essence connaîtra un renchérissement marqué en glissement annuel, cette mesure de l'inflation devrait grimper au second semestre de 2007 et atteindre un sommet d'environ 2,8 % au dernier trimestre[12]. Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait ensuite diminuer, pour redescendre à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2008 et s'y maintenir durant le reste de la période considérée.

La projection de la Banque au sujet de l'inflation cadre avec le maintien du taux cible du financement à un jour, surtout en raison du fait que les répercussions sur l'économie canadienne du ralentissement observé aux États-Unis devraient suffire pour ramener l'équilibre entre l'offre et la demande globales de biens et de services au Canada.

Les risques pesant sur les perspectives

Le scénario de référence de la Banque en matière d'inflation est entaché de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

Le risque à la hausse a trait au degré de persistance de la récente montée de l'inflation.

Le risque à la hausse tient à la possibilité que la vigueur affichée récemment par l'inflation s'avère plus persistante qu'il n'est supposé dans le scénario de référence. Les pressions sur la capacité de production pourraient s'avérer plus vives qu'on ne l'estime

12. Le taux d'augmentation en glissement annuel des prix de l'essence devrait bondir au dernier trimestre de 2007, du fait notamment qu'il sera calculé par rapport à une année de base (2006) où ces prix s'étaient temporairement inscrits en baisse.

et plus persistantes que prévu. La vigueur observée de la croissance des crédits aux ménages et de la monnaie au sens large au Canada continue de laisser voir un risque à la hausse. Il existe également un risque d'intensification des pressions sur les prix à l'échelle mondiale. La pression à la baisse que le recul des prix des biens manufacturés faisant l'objet d'échanges internationaux exerce sur l'*inflation mesurée par l'indice de référence* pourrait diminuer plus rapidement que projeté, surtout si l'expansion économique mondiale demeure supérieure aux attentes. Les prix mondiaux des aliments et de l'énergie pourraient eux aussi faire grimper l'inflation davantage qu'il n'est envisagé dans le scénario de référence.

Le risque à la baisse demeure la possibilité que la croissance de l'économie américaine soit inférieure aux attentes.

Le risque à la baisse pesant sur les perspectives en matière de croissance et d'inflation au Canada tient toujours à la possibilité que le rythme de progression de l'activité américaine soit inférieur aux prévisions. Il se pourrait, en effet, que la décélération des investissements dans le secteur résidentiel et des investissements des entreprises aux États-Unis s'accentue encore plus et bride l'expansion de la consommation. Un tassement de la demande intérieure américaine aurait pour effet d'abaisser encore davantage la demande d'exportations canadiennes et de ramener le taux d'inflation en deçà de celui énoncé dans le scénario de référence.

Les risques entourant la projection relative à l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient légèrement prépondérants.

La Banque continue de considérer que les risques entourant sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient désormais légèrement prépondérants.

Enfin, à long terme, il subsiste une faible probabilité que les déséquilibres mondiaux ne se résorbent pas de façon ordonnée. Même si une répartition plus équilibrée de la demande intérieure dans le monde concourra à soutenir les ajustements nécessaires, de nouvelles mesures devront être prises à l'échelle internationale pour faciliter la correction ordonnée de ces déséquilibres.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais
en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : www.banqueducanada.ca